A TRAGÉDIA DO EURO

Índice

Gráficos:

Tabelas:

Para Eva

Agradecimentos:

Gostaria de agradecer a Daniel Ajamian, Brecht Arnaert, Philip Booth, Brian Canny, Nikolay Gertchev, Robert Grözinger, Guido Hülsmann e Robin Michaels por seus prestimosos comentários e sugestões em relação a meu esboço inicial, a Arlene Oost-Zinner pela sua meticulosa edição, e a Jesús Huerta de Soto por ter escrito o prefácio. Todos os erros remanescentes são culpa exclusivamente minha.

Prefácio

Por Jesús Huerta de Soto

É para mim um grande prazer apresentar este livro escrito pelo meu colega Philipp Bagus, um de meus mais brilhantes e promissores alunos. O livro surge em um momento extremamente oportuno e mostra como o arranjo intervencionista criado pelo sistema monetário europeu levou à atual situação calamitosa.

A atual crise da dívida soberana europeia, com vários países ameaçando dar o calote em suas dívidas, é resultado direto da expansão da moeda e do crédito feita pelo sistema bancário europeu. No início dos anos 2000, o crédito foi expandido principalmente nos países periféricos da União Monetária Europeia, como Irlanda, Grécia, Portugal e Espanha. As taxas de juros desses países foram substancialmente reduzidas em decorrência tanto da expansão creditícia feita pelo seu sistema bancário quanto da queda das expectativas inflacionárias e dos prêmios de risco (taxa embutida nos juros de um empréstimo quando existe a chance de que tal empréstimo não seja pago).

A acentuada queda nas expectativas inflacionárias foi causada pelo prestígio do então recém-criado Banco Central Europeu, o qual foi concebido como uma cópia do Bundesbank, o Banco Central alemão. Os prêmios de risco dos países periféricos foram artificialmente reduzidos em decorrência do apoio dado ao arranjo pelas nações mais fortes. O resultado foi uma expansão econômica artificial. Houve o surgimento de várias bolhas nos preços de ativos, como uma bolha imobiliária na Espanha e na Irlanda. O dinheiro recém-criado foi inicialmente injetado nos países da periferia, onde ele foi utilizado para financiar o consumismo e os investimentos errôneos e insustentáveis, principalmente nos setores automotivo e da construção civil, ambos exageradamente sobredimensionados. Ao mesmo tempo, a expansão do crédito ajudou também a financiar e expandir estados assistencialistas insustentáveis.

Em 2007, começaram a surgir aqueles efeitos microeconômicos que revertem qualquer expansão econômica artificial que foi financiada pela mera expansão do crédito e não pela genuína poupança (a abstenção do consumo que permite a formação de capital para ser investido). Os preços dos meios de produção, tais como commodities e salários, começaram a subir. As taxas de juros também aumentaram devido às pressões inflacionárias, as quais fizeram com que os bancos centrais tivessem de desacelerar suas políticas monetárias expansionistas. Finalmente, os preços dos bens de consumo começaram a subir em relação aos preços oferecidos aos fatores de produção. Foi se tornando cada vez mais óbvio que muitos desses investimentos não eram sustentáveis

devido à falta de poupança real. A maioria desses investimentos ocorreu no setor da construção civil.

O setor financeiro ficou sob pressão à medida que as hipotecas foram sendo securitizadas, indo parar direta ou indiretamente nos balancetes das instituições financeiras. As pressões culminaram no colapso do banco de investimentos Lehman Brothers, evento esse que levou pânico completo aos mercados financeiros.

Em vez de deixar que as forças de mercado seguissem seu curso, liquidando e expurgando todos os investimentos ruins, os governos infelizmente optaram por intervir no necessário processo de ajustamento dos mercados (a recessão). Foi essa lamentável intervenção que não apenas impediu uma recuperação mais rápida e mais completa, mas que também produziu, como efeito colateral, a crise da dívida soberana, que explodiu no primeiro semestre de 2010. Os governos tentaram estimular os setores sobredimensionados, aumentando os gastos públicos. Eles forneceram amplos subsídios para a compra de carros novos com o intuito de estimular a indústria automotiva. Além disto, os governos também incorreram em vários programas de obras públicas para estimular a agora combalida construção civil, bem como o setor que havia concedido empréstimos a essas indústrias: o setor bancário.

Ademais, os governos deram sustento direto ao setor financeiro ao dar garantias aos seus passivos e ao estatizar bancos, comprando seus ativos ou uma fatia de suas ações. Ao mesmo tempo, o desemprego disparou em decorrência da rigidez e da alta regulamentação do mercado de trabalho. As receitas dos governos oriundas do imposto de renda e das contribuições previdenciárias despencaram. Gastos com seguro-desemprego dispararam. As receitas dos impostos sobre empresas, receitas essas que estavam artificialmente infladas em setores como o sistema bancário, a construção civil e a indústria automotiva durante o período do crescimento artificial, foram quase que completamente aniquiladas. Com receitas em queda e gastos em alta, os déficits e as dívidas dos governos foram às alturas, como consequência direta das respostas governamentais a uma crise causada por uma expansão econômica que não tinha base na poupança real.

O caso da Espanha é paradigmático. O governo espanhol subsidiou a indústria automotiva, a construção civil e o setor bancário, os quais foram acentuadamente expandidos durante o boom da expansão do crédito. Ao mesmo tempo, o mercado de trabalho altamente inflexível fez com que as taxas de desemprego pulassem para 20%. O resultante déficit público começou a apavorar os mercados e os outros países membros da União Europeia, os quais finalmente pressionaram o governo a anunciar algumas tímidas medidas de austeridade, com o intuito de fazer com que ele — o governo espanhol — pudesse continuar adquirindo empréstimos.

Sob esse aspecto, o fato de o euro ser uma moeda única mostrou uma de suas "vantagens". Sem o euro, o governo espanhol certamente teria recorrido ao artifício de desvalorizar sua moeda, como fez em 1993, imprimindo dinheiro para reduzir seu déficit. Isso teria gerado uma revolução na estrutura de preços da economia espanhola e um imediato empobrecimento da população, uma vez que os preços dos produtos importados iriam disparar. Ademais, ao desvalorizar a moeda, o governo poderia continuar gastando sem ter de fazer quaisquer reformas estruturais. Com o euro, o governo espanhol (ou qualquer outro governo em apuros) não pode desvalorizar sua

moeda, imprimindo dinheiro diretamente para pagar sua dívida. Consequentemente, tais governos tiveram de incorrer em medidas de austeridade e em algumas reformas estruturais após sofrerem pressão da Comissão Europeia e de estados-membros, como a Alemanha.

Com isso, é bem provável que o segundo cenário delineado por Philipp Bagus neste seu livro venha a ocorrer. O Pacto de Estabilidade e Crescimento pode vir a ser reformado e colocado em vigor. Como consequência, os governos da União Monetária Europeia teriam de continuar e intensificar suas medidas de austeridade e reformas estruturais com o intuito de obedecer ao Pacto de Estabilidade e Crescimento. Pressionados por países mais conservadores, como a Alemanha, todos os membros da União Monetária Europeia seguiriam o caminho das tradicionais medidas anticrise, com corte de gastos.

Em contraste à União Monetária Europeia, os Estados Unidos estão seguindo à risca a receita keynesiana contra recessões. Na visão keynesiana, durante uma crise o governo tem de contrabalançar uma queda na "demanda agregada" aumentando os gastos. Com isso, o governo dos EUA optou por incorrer em gastos deficitários e em políticas monetárias extremamente expansionistas, tudo com o intuito de "revitalizar" a economia. Talvez um dos efeitos benéficos do euro tenha sido o de empurrar toda a UME rumo ao caminho da austeridade. Com efeito, certa vez argumentei que uma moeda única seria um passo na direção correta, dado que ela iguala as taxas de câmbio entre todos os países da Europa, acabando assim com o nacionalismo monetário e com o caos das taxas de câmbio flutuantes manipuladas pelos governos — principalmente em épocas de crise.

Meu caro colega Philipp Bagus, entretanto, desafiou-me em relação a essa minha visão positiva sobre o euro. E isso desde a época em que ele era meu aluno. Ele corretamente apontou as vantagens da competição entre moedas. Seu livro A Tragédia do Euro pode ser lido como uma elaborada exposição de seus argumentos contra o euro. Ao passo que, do ponto de vista teórico, uma moeda única extingue o nacionalismo monetário na Europa, a questão permanece: quão estável é na realidade a moeda única?

Bagus lida com essa questão por dois ângulos, fornecendo ao mesmo tempo as duas principais façanhas e contribuições do livro: uma análise histórica das origens do euro e uma análise teórica do funcionamento e dos mecanismos do sistema do euro. Ambas as análises apontam para a mesma direção. Na análise histórica, Bagus lida com as origens do euro e do Banco Central Europeu, mostrando como os interesses dos governos nacionais, dos políticos e dos banqueiros foram fundamentais no processo de implementação da moeda única.

Considerando os interesses políticos, a dinâmica e as circunstâncias que levaram à introdução do euro, torna-se claro que o euro pode de fato ser um passo na direção errada; um passo em direção a uma moeda pan-europeia, de curso forçado e inflacionária, com o objetivo de abolir os limites que a concorrência e a política monetária conservadora do Bundesbank haviam imposto antes. A análise teórica de Bagus deixa o propósito inflacionário do eurossistema ainda mais claro. No livro, o eurossistema (formado pelo Banco Central europeu e pelos bancos centrais dos diversos países membros da zona do euro) é exposto como um arranjo autodestrutivo que gera uma maciça redistribuição de riqueza por toda a UME, com incentivos para que os vários governos nacionais recorram ao BCE como forma de financiar seus déficits. Ele

mostra como o conceito de Tragédia dos Comuns, que eu já apliquei para o caso do sistema bancário de reservas fracionárias, é também aplicável para o eurossistema, uma vez que diferentes governos europeus podem explorar o valor da moeda única.

É uma grande notícia saber que este livro está sendo disponibilizado ao público pelo Mises Institute. O futuro da Europa e do mundo depende de uma ampla compreensão sobre teoria monetária e sobre o funcionamento das instituições monetárias. Este livro provê poderosas ferramentas que ajudam no entendimento da história do euro e de seu perverso arranjo institucional. Torçamos para que ele possa também mudar a mentalidade das pessoas, mostrando a importância de um sistema monetário sólido tanto na Europa quanto em todo o mundo.

Prefácio à edição brasileira

Quando escrevi A *Tragédia do Euro*, jamais poderia imaginar que, no futuro, viria a escrever um prefácio para uma edição brasileira do livro. Eu sabia que o euro estava destinado ao fracasso, mas realmente subestimei o sucesso que o livro viria a ter. Hoje, o livro já está disponível em inglês americano, inglês britânico, eslovaco, polonês, italiano, alemão, espanhol, finlandês, português europeu, búlgaro, romeno, holandês e grego. Enquanto escrevo estas linhas, o livro está sendo traduzido para o francês e para o russo.

Quando você lê o livro, você entende o porquê de seu sucesso. As pessoas querem compreender o que realmente está acontecendo na Europa e querem entender, com detalhes, como uma crise sem conserto e com consequências mundiais pôde ocorrer na zona do euro. Elas temem o futuro de sua riqueza e de toda a sua poupança acumulada. Esta crise, com efeito, é muito mais grave hoje do que era quando a primeira edição deste livro foi lançada em dezembro de 2010. O fundamental problema da zona do euro não foi de modo algum resolvido. Se alguma coisa ocorreu neste ínterim foi a piora do problema, uma vez que um enorme volume de dívida pública continuou sendo impavidamente acumulado.

Fora isso, ainda não houve nenhuma decisão sobre como lidar com o problema fundamental que atormenta a zona do euro. Quem irá pagar pelos investimentos insustentáveis que ocorreram no passado e que hoje, após seguidas rodadas de estímulo governamental, são representados por pilhas e pilhas de dívida pública?

Na Grécia atual, a batalha continua para ver quem irá, no final, pagar a conta destes investimentos. Durante o início dos anos 2000, uma política monetária expansionista reduziu artificialmente as taxas de juros. Empreendedores deram início ao financiamento de projetos que pareciam lucrativos somente por causa dos juros artificialmente reduzidos; a realidade, no entanto, é que não havia e nem nunca houve poupança real para sustentá-los. A consequência desta expansão monetária e do crédito foi o surgimento de bolhas imobiliárias e uma explosão sem precedentes do consumo nos países da periferia europeia.

Em 2007, as bolhas começaram a estourar. Os preços dos imóveis começaram a estagnar e até mesmo a cair. Construtoras endividadas e residentes com hipotecas começaram a dar o calote em seus empréstimos. Isso afetou diretamente os bancos. Como vários deles haviam financiado estes empreendimentos, eles sofreram prejuízos. Após o colapso do banco de investimento Lehman Brothers, o mercado de empréstimos interbancário congelou e entrou em colapso. Os governos intervieram. Eles socorreram os bancos e assumiram seus prejuízos -- prejuízos estes resultantes de financiamentos concedidos a investimentos insustentáveis.

Dado que os prejuízos destes investimentos insustentáveis foram socializados, a dívida pública na zona do euro disparou. Ademais, as receitas de impostos despencaram em decorrência da crise. Ao mesmo tempo, os governos começaram a conceder subsídios ao setor industrial e aos desempregados.

Não bastasse tudo isso, mesmo antes da crise, os governos já haviam acumulado enormes dívidas em decorrência de seus excessivos gastos assistencialistas. Dois

fenômenos incentivaram o aumento dos gastos e a acumulação de dívida nos países periféricos. O primeiro foi a redução das taxas de juros. As taxas de juros foram acentuadamente reduzidas em decorrência tanto de uma política monetária expansionista feita pelo Banco Central Europeu (BCE) quanto pela própria introdução da moeda única. O euro surgiu tendo como suporte uma implícita garantia de socorro. Os participantes de mercado sabiam que os governos mais fortes iriam socorrer os governos mais fracos com o intuito de salvar o projeto político do euro caso o pior ocorresse. Sendo assim, por causa desta garantia, as taxas de juros que os governos da Itália, da Espanha, de Portugal e da Grécia tinham de pagar sobre suas dívidas caíram drasticamente quando estes países foram admitidos ao euro. As baixas taxas de juros deram a estes países um espaço adicional para incorrerem em mais gastos e, por conseguinte, em mais déficits.

O segundo fenômeno é que o euro é um exemplo típico da *tragédia dos comuns*.

Na zona do euro, cada governo nacional pode utilizar o Banco Central para financiar seus déficits. Os custos destes déficits podem ser parcialmente externalizados e jogados sobre os outros países, onde eles se transmutam em aumentos de preços.

Atualmente, as dívidas governamentais em vários países da zona do euro são tão altas que eles jamais serão capazes de pagá-las em termos reais. Governo nenhum é capaz ou sequer está disposto a fazer isto. Se eles aumentarem impostos, suas economias entram em colapso e os déficits podem até aumentar como consequência. Se eles reduzirem os gastos, poderá haver inquietação social. Em ambos os casos, eles perderiam influência e, principalmente, votos. Como estas dívidas jamais serão quitadas, elas também representam investimentos insustentáveis.

Investimentos insustentáveis significam que recursos escassos da sociedade foram desperdiçados e não podem ser recuperados. Riqueza real foi dissipada em gastos assistencialistas e em pacotes de socorro concedidos a indústrias que só prosperaram enquanto durou a bolha criada pelo crédito fácil. Mas ainda não está claro quem irá pagar as perdas geradas por estados assistencialistas insustentáveis e pelo socorro às indústrias.

Até o início da crise da dívida soberana, a conta estava sendo paga por meio da redistribuição monetária interna criada pelo arranjo institucional do sistema do euro. Os principais contribuintes líquidos eram os cidadãos dos países mais fiscalmente sólidos, como a Alemanha, que estavam implicitamente sendo os fiadores da gastança que vinha ocorrendo na periferia europeia. Os pacotes de socorro à Grécia, à Irlanda e a Portugal apenas tornaram este processo de transferência de riqueza mais explícito. Os incentivos que sempre existiram para se socorrer governos irresponsáveis estão hoje óbvios para todos. Mas os alemães não mais querem continuar pagando as contas da periferia. As tensões se avolumam diariamente, com bandeiras alemãs e bonecas de Angela Merkel com bigodes de Hitler sendo queimadas nas ruas de Atenas.

A pergunta sobre quem irá pagar a conta dos investimentos insustentáveis surge repetidamente desde o início oficial da crise da dívida soberana em 2010. Mas uma resposta conclusiva a esta pergunta nunca foi oferecida. E é esta resposta que decidirá o futuro do euro, o futuro da União Europeia, o futuro das relações de paz na Europa e talvez até mesmo o futuro monetário do mundo. Não é exagero algum dizer que o

futuro do euro irá mudar as relações de comércio do mundo. Existem várias possibilidades, em teoria, para este futuro, as quais são analisadas por inteiro na última seção deste livro, na qual foi incluído um novo capítulo cobrindo todos os acontecimentos até os dias de hoje.

É de se esperar que esta edição brasileira, expandida em relação à original, contribua para uma melhor e mais ampla compreensão das questões em jogo na Europa e, quem sabe, evitar que os mesmos erros sejam cometidos na América do Sul. Embora seja uma tragédia, desejo a você leitor uma leitura prazerosa e, para nós todos, um final feliz.

Philipp Bagus

Majadahonda, Espanha, 6 de março de 2012

1. Introdução

A recente crise do euro abalou tanto os mercados financeiros quanto os governos. O euro se desvalorizou acentuadamente em relação a outras moedas em um ritmo inquietante para as elites políticas e financeiras. Eles temem perder o controle. O boletim mensal do Banco Central Europeu (BCE), publicado em junho de 2010, reconhece que o sistema bancário europeu estava à beira do colapso já no início de maio daquele ano. Vários governos europeus, inclusive o da França, estavam no limiar de um calote. Com efeito, os riscos de calote de alguns bancos europeus, mensurados pela cotação de seus *credit default swaps*,[1] elevaram-se repentinamente para níveis mais altos do que aqueles atingidos durante o pânico que se seguiu ao colapso do Lehman Brothers em setembro de 2008.

Como resposta à crise, a classe política tentou desesperadamente salvar seu projeto socialista de um papel-moeda único e de curso forçado para toda a Europa. Até o presente momento, eles têm tido algum êxito. Após intensas negociações, um “pára-quedas de socorro”, com o inaudito valor de €750 bilhões, foi criado para dar suporte aos ultraendividados governos europeus e ao combalido sistema bancário. Ao mesmo tempo, no entanto, o BCE deu início àquilo que muitos até então imaginavam ser impensável: ele começou a comprar títulos diretamente dos governos, uma medida que solapa sua credibilidade e independência.[2] Em decorrência disto, a percepção do público e dos mercados quanto ao arranjo monetário da União Monetária Europeia (UME) jamais será a mesma.

Uma resistência a essas medidas sem precedentes já é sentida principalmente naqueles países de políticas orçamentárias e monetárias tradicionalmente conservadoras. Uma recente pesquisa na Alemanha mostrou que 56% dos alemães eram contra a criação de um fundo de socorro aos países europeus.[3]

Não é surpresa alguma que a maioria dos alemães queira o retorno ao marco alemão.[4] Eles parecem intuitivamente compreender que são eles que estão do lado perdedor de um sistema complexo. Eles perceberam que estão tendo de se sacrificar e apertar os cintos ao mesmo tempo em que os governos de outros países se entregam gostosamente a uma descontrolada gastança. Uma perfeita ilustração disto é programa “Turismo Para

---

[1] O "Credit Default Swap" (CDS), algumas vezes traduzido como Swap de Crédito, corresponde a uma espécie de seguro contra um eventual calote da instituição referida. Ao emitir um CDS — por meio de terceiros —, essa instituição poderá colocar em circulação um título que permita ao seu titular receber uma compensação caso ocorra alguma moratória.[N. do T.]

[2] Aproximadamente um ano antes de começar a comprar títulos diretamente dos governos, o BCE já havia começado a comprar *covered bonds* [*títulos garantidos por financiamentos imobiliários ou comerciais (com garantia real dos imóveis) e por empréstimos ao setor público*] emitidos pelos bancos alemães. As compras foram progressivas e chegaram a €60 bilhões.

[3] Cash-online, "Forsa: Deutsche überwiegend gegen den Euro-Rettungsschirm." Notícia de 7 de junho de 2010, http://www.cash-online.de.

[4] Shortnews.de, "Umfrage: Mehr als die Hälfte der Deutschen wollen die DM zurück haben." Notícia de 29 de junho de 2010, http://shortnews.de.

Todos" da Grécia: os pobres gregos recebem dinheiro do governo para viajar de férias. Mesmo em meio à crise, o governo grego manteve o programa, embora reduzindo o número de noites de férias subsidiadas para apenas duas.[5] O governo grego também mantém um sistema previdenciário mais generoso que o da Alemanha. Os trabalhadores gregos recebem uma aposentadoria que pode chegar a 80% da média de seus salários. Para os trabalhadores alemães, esse valor é de apenas 46%, e irá cair para 42% no futuro. Ao passo que os gregos recebem quatorze aposentadorias por ano, os alemães recebem doze.[6]

Os alemães veem os pacotes de socorro à Grécia como uma espoliação. Tais pacotes tornam ainda mais explícito o fato de que a UME nada mais é do que um arranjo de transferências involuntárias. Porém, a maioria das pessoas ainda assim não entende exatamente como e por que elas estão sendo espoliadas para pagar por tudo isso. Elas apenas suspeitam que o euro tenha algo a ver com toda a bagunça.

O projeto do euro foi criado e implantado por socialistas europeus com o intuito de expandir e aprimorar seu sonho de um estado europeu centralizador. Mas esse projeto está prestes a fracassar. O colapso está longe de ser uma mera coincidência. Ele já estava implícito na estrutura institucional da UME, cuja evolução iremos remontar e delinear neste livro. A história envolve intrigas e interesses políticos e econômicos. Trata-se de uma fascinante história, na qual políticos brigam por poder, influência e pela primazia de seus próprios egos.

---

[5] GRReporter, "The Social Tourism of Bankrupt Greece," July 12, 2010, http://www.grreporter.info. No verão de 2010, vários empreendedores gregos não quiseram atender clientes que estavam participando deste programa, pois o governo grego costumava pagar as contas destas pessoas com um atraso de seis meses — quando pagava.

[6] D. Hoeren and O. Santen, "Griechenland-Pleite: Warum zahlen wir ihre Luxus-Renten mit Milliarden-Hilfe?" *bild-online.de,* April 27, 2010, http://bild.de.

2. Duas visões para a Europa

Duas visões da Europa

Desde o início da União Europeia, tem havido um conflito entre os defensores de dois ideais diferentes. Qual postura o continente europeu deve adotar: a visão liberal-clássica ou visão socialista? A introdução do euro teve um papel decisivo sobre as estratégias dessas duas visões.[7] Para se entender melhor os problemas causados pela adoção de uma moeda única, bem como a história por trás de sua adoção, é importante estar familiarizado com essas duas visões divergentes e essenciais, assim como com as subsequentes tensões que vieram à tona em decorrência de uma moeda única.

A visão liberal-clássica

Os pais fundadores da União Europeia, Maurice Schuman (França [nascido em Luxemburgo]), Konrad Adenauer (Alemanha) e Alcide de Gasperi (Itália), todos católicos que falavam alemão, eram adeptos da visão liberal-clássica para a Europa.[8] Eles também eram democratas-cristãos. A visão liberal-clássica considera a liberdade individual como sendo o mais importante valor cultural dos europeus e do cristianismo. De acordo com essa visão, a função dos estados soberanos europeus é proteger os direitos de propriedade e a economia de livre mercado em uma Europa de fronteiras abertas, permitindo desta forma o livre comércio de bens, serviços e ideias.

O Tratado de Roma, assinado em 1957, foi a principal realização para a criação de uma Europa baseada no liberalismo clássico. O tratado estabeleceu quatro liberdades básicas: livre circulação de bens, livre oferta de serviços, livre movimentação de capital financeiro e livre migração. O tratado também restaurou direitos que haviam sido essenciais para a Europa durante a vigência do período liberal-clássico no século XIX, mas que haviam sido abandonados durante a era do nacionalismo e do socialismo. O tratado representou a rejeição da era do socialismo, período esse que havia gerado conflitos entre as nações européias, culminando em duas guerras mundiais.

---

[7] Ver Jesús Huerta de Soto, "Por una Europa libre," in *Nuevos Estudios de Economía Política* (2005), pp. 214-216. Ver Hans Albin Larsson, "National Policy in Disguise: A Historical Interpretation of the EMU," in *The Price of the Euro*, ed. Jonas Ljundberg (New York: Palgrace MacMillan, 2004), pp. 143-70, sobre as duas alternativas para a Europa.

[8] Outro importante defensor desta visão foi o político alemão Ludwig Erhard, pai do *Wirtschaftswunder* (o milagre econômico alemão). Erhard criticou as intenções de se introduzir um “planejamento” para a Europa. Ver Ludwig Erhard "Planification – kein Modell für Europa," in: Karl Hohmann (ed.), *Ludwig Erhard. Gedanken aus fünf Jahrzehnten*, Düsseldorf: ECON, pp. 770-780. Erhard criticou até mesmo o Tratado de Roma por causa de seus componentes intervencionistas. Ele e outros alemães consideravam o projeto europeu como sendo neomercantilista. Ver Michael Wohlgemuth, "Europäische Ordnungspolitik, Anmerkungen aus ordnungs- und konstitutionenökonomischer Sicht, " in *ORDO: Jahrbuch für Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft*, (2008), pp. 381-40. Uma base teórica para esse visão é explicitada em Hans Sennholz, *How can Europe Survive* (New York: D. Van Nostrand Company, 1955). Sennholz critica os planos para uma cooperação governamental criados por diferentes políticos, e mostra que apenas a liberdade pode eliminar a causa dos conflitos na Europa. Sobre a importância de líderes políticos católicos para a formação do Mercado Comum durante os primórdios da integração europeia ver “Catholicism Growing Strong in Europe,” *Irish Independent*, October 28th, 1959.

A visão liberal-clássica visa à restauração das liberdades do século XIX. A livre concorrência, sem barreiras à entrada nos mercados, deveria prevalecer em um mercado comum europeu. De acordo com essa visão, ninguém poderia proibir um cabeleireiro alemão de cortar cabelos na Espanha, e ninguém poderia tributar um inglês que quisesse transferir dinheiro de um banco alemão para um banco francês, ou que quisesse investir no mercado de ações da Itália. Ninguém poderia impedir, por meio de regulamentações, que uma cervejeira francesa vendesse suas cervejas na Alemanha. Nenhum governo poderia dar subsídios, algo que distorce e corrompe o sistema de livre concorrência. Ninguém poderia impedir que um dinamarquês fugisse de seu estado assistencialista e de sua alta carga tributária e migrasse para um estado com uma carga tributária mais baixa, como a Irlanda.

Para atingir esse ideal de cooperação pacífica e prosperidade comercial, o único pré-requisito necessário seria a liberdade. De acordo com essa visão, não haveria nenhuma necessidade de se criar um superestado europeu. Com efeito, a visão liberal-clássica é completamente cética no que diz respeito a um estado central europeu; tal criação é considerada prejudicial e perniciosa para as liberdades individuais. Filosoficamente falando, muitos defensores dessa visão são inspirados pelo catolicismo, e as fronteiras da comunidade europeia são definidas pelo cristianismo.

De acordo com a doutrina social católica, o princípio da *subsidiariedade* deveria prevalecer: os problemas deveriam ser resolvidos no nível mais baixo e menos concentrado possível dos arranjos. A única instituição centralizada europeia aceitável seria uma Corte de Justiça Europeia, com suas atividades sendo restritas à resolução de conflitos entre os estados-membros e à garantia das quatro liberdades básicas.

Do ponto de vista liberal-clássico, deveria haver vários sistemas políticos concorrentes, como ocorreu na Europa durante séculos. Desde a Idade Média até o século XIX, existiram sistemas políticos muito diferentes, tais como as cidades independentes de Flandres (região no noroeste da Europa, que inclui partes da Bélgica, França e Holanda), da Alemanha e do norte da Itália. Havia reinados, como os da Bavária e da Saxônia, e havia repúblicas, como a de Veneza. A diversidade política era demonstrada de modo mais explícito na fortemente descentralizada Alemanha. Sob essa cultura de diversidade e pluralismo, a ciência e a indústria se desenvolveram e prosperaram.[9]

A concorrência em todos os níveis é essencial para a visão liberal-clássica. Ela gera uma congruência, uma vez que a qualidade dos produtos, os preços dos fatores de produção e, principalmente, os salários tendem a convergir. O capital vai para os locais onde os salários são menores, o que provoca sua elevação; os trabalhadores, por outro lado, vão para onde os salários são mais altos, o que faz com que essa maior oferta de mão-de-obra os reduza. Os mercados oferecem soluções descentralizadas para os problemas ambientais, baseando-se na propriedade privada. A concorrência política assegura o mais importante valor europeu: a liberdade.

---

[9] Roland Vaubel, "The Role of Competition in the Rise of Baroque and Renaissance Music," Journal of Cultural Economics 25 (2005): pp. 277-97, argumenta que o surgimento da música barroca e renascentista na Alemanha e na Itália resultou da descentralização desses países e da subsequente concorrência entre eles.

A concorrência tributária promove alíquotas de impostos mais baixas, bem como a responsabilidade fiscal. As pessoas "votam com seus pés", saindo dos países com carga tributária abusiva, como fazem as empresas. Nações soberanas concorrendo entre si com diferentes cargas tributárias são vistas como a melhor proteção contra a tirania. A concorrência também se dá na questão das moedas. Diferentes autoridades monetárias competem para oferecer a moeda de maior qualidade. As autoridades que oferecem moedas mais estáveis exercem pressão sobre as autoridades mais displicentes, e estas são obrigadas a se adequar e seguir o exemplo daquelas.

A visão socialista

Em direta oposição à visão liberal-clássica tem-se a visão socialista ou imperial da Europa, defendida por políticos como Jacques Delors e François Mitterrand. Uma coalizão de interesses estatistas entre grupos nacionalistas, socialistas e conservadores faz o que pode para promover e avançar sua agenda. Tal coalizão quer ver a União Europeia como um império ou uma fortaleza: protecionista para quem está de fora e intervencionista para quem está dentro. Esses estatistas sonham com um estado centralizado e controlado por tecnocratas eficientes — atributo este que todos os tecnocratas estatistas imaginam ter.

Dentro deste ideal, o centro do Império deveria governar toda a periferia. Haveria uma legislação comum e centralizada. Os defensores da visão socialista para a Europa querem erigir um megaestado europeu, reproduzindo as nações-estado em um nível continental. Eles querem um estado assistencialista europeu que garanta a redistribuição de riqueza, a regulamentação econômica e a harmonização das legislações dentro da Europa. A harmonização dos impostos e as regulamentações sociais seriam executadas pelo mais alto escalão da burocracia. Se o imposto sobre valor agregado estiver variando entre 15 e 25% dentro União Europeia, os socialistas iriam harmonizá-lo em 25% para todos os países. Tal harmonização das regulamentações sociais é do interesse dos mais protegidos, mais ricos e mais produtivos trabalhadores, que podem "arcar" com os custos dessas regulamentações — ao passo que seus concorrentes não podem. Por exemplo, se as regulamentações sociais alemãs fossem aplicadas aos poloneses, estes teriam grandes problemas para concorrer com aqueles.

A intenção desse ideal socialista é conceder cada vez mais poderes para o estado central — isto é, para Bruxelas. A visão socialista para a Europa é a ideal para a classe política, para os burocratas, para os grupos de interesse, para os privilegiados e para os setores subsidiados que querem criar um poderoso estado central visando ao seu próprio enriquecimento. Partidários dessa visão apresentam um megaestado europeu como uma necessidade, e consideram sua total implementação apenas uma questão de tempo.

Ao longo desse caminho socialista, o estado central europeu iria se tornar um dia tão poderoso, que os estados soberanos passariam a lhe prestar total subserviência. (Já podemos ver os primeiros indicadores de tal subserviência no caso da Grécia. A Grécia se comporta hoje como um protetorado de Bruxelas, que diz ao governo grego como ele deve lidar com seu déficit orçamentário.)

A visão socialista não fornece nenhuma limitação geográfica explícita para o estado europeu — ao contrário da visão liberal-clássica inspirada no catolicismo. A

concorrência política é vista como um obstáculo para o estado central, o qual, no ideário socialista, deve sair completamente de qualquer controle por parte do público. Nesse sentido, o estado central na visão socialista se torna cada vez menos democrático à medida que o poder vai sendo deslocado para burocratas e tecnocratas. (Um bom exemplo disso é a Comissão Europeia, o corpo executivo da União Europeia. Os membros da comissão não são eleitos, mas sim designados pelos governos dos estados-membros.)

Historicamente, os precedentes para esse velho plano socialista de criar um estado central controlador na Europa foram estabelecidos por Carlos Magno, Napoleão, Stalin e Hitler. A diferença, entretanto, é que dessa vez nenhum meio militar seria necessário. Seria a mera coerção do poder estatal a mola propulsora para a criação de um poderoso estado central europeu.

De um ponto de vista tático, situações específicas de crise seriam utilizadas pelos partidários da visão socialista para criar novas instituições (tais como o Banco Central Europeu (BCE), ou, possivelmente no futuro, um Ministério Europeu das Finanças), bem como para ampliar os poderes das atuais instituições, como a Comissão Europeia ou o próprio BCE.[10][11]

A visão liberal-clássica e a visão socialista para a Europa são irreconciliáveis. Com efeito, o aumento no poder de um estado central — como proposto pela visão socialista — implica uma redução das quatro liberdade básicas, e certamente liberdades civis cada vez menores.

A história de uma batalha entre duas visões

Essas duas visões têm travado batalhas entre si desde os anos 1950. No início, o projeto das Comunidades Europeias era mais fiel à visão liberal-clássica[12]. A Comunidade

---

[10] Sobre a tendência de os estados expandirem seus poderes em situações de emergência ver Robert Higgs, *Crisis and Leviathan: Critical Episodes in the Growth of American Government* (Oxford: Oxford University Press, 1987).

[11] Em consonância com essa teoria, o presidente Frances Nicolas Sarkozy tentou introduzir um fundo de resgate europeu durante a crise de 2008 (ver Patrick Hosking, "France Seeks €300 bn. Rescue Fund for Europe."*Timesonline*. Dois de outubro, 2008, http://business.timesonline.co.uk). A chanceler alemã Angela Merkel, entretanto, resistiu à ideia, e passou a ser conhecida como a "Madame Não". A recente crise também foi utilizada para estabelecer o Fundo Europeu de Estabilização Financeira (*European Financial Stability Facility*), com o qual o BCE ampliou suas operações e, consequentemente, a base monetária. Outras instituições, como o *European Systemic Risk Board* (Conselho de Risco Sistêmico Europeu), também foram criadas durante a crise.

[12] As Comunidades Europeias eram formadas pela Comunidade Europeia do Carvão e do Aço, que criava um mercado comum para carvão e aço; pela Comunidade Econômica Europeia (CEE), que promovia a integração econômica; e pela Comunidade Europeia da Energia Atômica, que criava um mercado especial para energia nuclear, fazendo sua distribuição pela Comunidade. No entanto, já nos primórdios da integração europeia é possível perceber as "intenções socialistas" de Jean Monnet, o pai intelectual francês da Comunidade Europeia. Monnet planejou a Comunidade Europeia para ser uma organização supranacional em vez de uma organização intergovernamental (Christopher Booker and Richard North, *The Great Deception: Can the European Union Survive?* (London: Continuum, 2005). Sobre as

Europeia era composta por estados soberanos e assegurava as quatro liberdades básicas. Do ponto de vista do liberalismo clássico, um dos principais defeitos de nascença do projeto eram os subsídios e as intervenções da política agrícola. Da mesma forma, desde seu nascimento, o único poder legislativo pertencia à Comissão Europeia. Assim, uma vez que a Comissão fizesse uma proposta legislativa, o Conselho da União Europeia poderia sozinho, ou em conjunto com o Parlamento Europeu, aprovar a proposta.[13]

Esse arranjo já continha em si as sementes da centralização. Consequentemente, o arranjo institucional, desde seu início, havia sido projetado para acomodar a centralização e o controle sobre as opiniões minoritárias, uma vez que a unanimidade não era necessária para todas as decisões, e as áreas em que a regra da unanimidade se fazia necessária foram sendo reduzidas ao longo dos anos.[14]

O modelo liberal-clássico é defendido tradicionalmente pelos democratas-cristãos e por países como Holanda, Alemanha e também Reino Unido.[15] Porém, os social-democratas e socialistas, normalmente liderados pelo governo francês, defendem a versão imperialista da Europa. Com efeito, em decorrência de sua rápida queda em 1940, dos anos da ocupação nazista, de seus fracassos na Indochina, e da perda de suas colônias africanas, a classe dominante francesa utilizou a Comunidade Europeia para readquirir sua influência e seu orgulho, e para se recuperar da perda de seu império.[16]

---

inclinações de Monnet para o planejamento centralizado ver também Tony Judt, *Postwar – A history of Europe since 1945* (London: Vintage, 2010, p. 70). O governo francês temia uma revitalização da Alemanha após a Segunda Guerra Mundial. A CEE garantiu aos franceses acesso privilegiado aos recursos alemães (Judt, *Postwar*, p. 117). A integração da Alemanha à Europa foi feita com a intenção de impedir uma revolta alemã contra as condições que lhe foram impostas após a guerra. Como escreveu Judt em *Postwar*, p. 156: "[O alto escalão da CEE] assumiria o controle do Vale do Ruhr e de outros vitais recursos alemães, retirando-os diretamente do controle alemão. Esta era a solução europeia para um – *o* –problema francês." Não obstante estas intenções políticas por trás da criação da CEE, os elementos da tradição liberal-clássica ainda se mantinham fortes no início deste arranjo.

[13] O Conselho da União Europeia, frequentemente chamado de "O Conselho" ou "Conselho dos Ministros", é formado por um ministro de cada estado-membro e não deve ser confundido com o Conselho Europeu. O Conselho Europeu é formado pelo presidente do "Conselho dos Ministros", pelo presidente da Comissão, e por um representante de cada estado-membro. O Conselho Europeu orienta a União Europeia ao definir sua agenda política.

[14] Esses importantes defeitos de nascença reduzem o crédito dado aos pais fundadores, como Schuman, Adenauer e outros.

[15] Em 1959, por exemplo, o governo britânico sugeriu uma zona de livre comércio para todos os países não comunistas da Europa. A proposta foi rejeitada por Charles de Gaulle.

[16] Larsson, Hans Albin. 2004. "National Policy in Disguise: A Historical Interpretation of the EMU.", p. 162. Como escreve Larsson: "A arena na qual a França buscou ressuscitar sua honra e influência internacional foi a Europa Ocidental. Como principal país da Comunidade Econômica Europeia, a França recuperou influência e, com isso, recompensou a perda de seu império — e tudo isso dentro de uma área onde a França, tradicionalmente e de diversas maneiras, sempre procurou ter domínio e influência". Como escreveu Judt em *Postwar*, p. 153: "Descontente e frustrada por ter sido reduzida à menor das grandes potências, a França embarcou em uma nova vocação: ser a criadora de uma nova Europa." "Para

Com o passar dos anos, houve uma lenta porém contínua tendência rumo ao ideal socialista — com orçamentos cada vez maiores para a União Europeia e uma nova política regional que efetivamente redistribui riquezas por toda a Europa.[17] Inúmeras regulamentações e harmonizações também estão empurrando o arranjo para essa direção.

A visão liberal-clássica sobre estados soberanos e independentes de fato parecia ter readquirido um novo vigor após o colapso da União Soviética e a reunificação da Alemanha. Primeiro porque a Alemanha, tendo tradicionalmente sempre defendido essa visão, se tornou mais forte após a reunificação. Segundo porque os novos países emergindo das cinzas do comunismo, tais como a Tchecoslováquia (sob a liderança do misesiano Václav Klaus), a Polônia, a Hungria etc., também apoiavam a visão liberal-clássica para a Europa. Esses novos países queriam usufruir sua nova e recém-conquistada liberdade. Eles já estavam fartos de socialismo, impérios e centralizações.

A influência do governo francês estava agora reduzida.[18] O campo socialista viu sua derrota se aproximando. Uma rápida ampliação da União Europeia, com a incorporação dos novos estados do Leste Europeu e a consequente ampliação do mercado comum, tinha de ser impedida. Um passo rumo à criação de um estado centralizador tinha de ser rapidamente feito. A moeda única seria o veiculo que permitiria a realização desse objetivo.[19]

Charles de Gaulle, a lição do século XX era que a França só poderia recuperar suas glórias perdidas caso investisse no projeto europeu e o moldasse à serviço dos objetivos franceses." (p. 292) Já em 1950, o premiê francês René Pleven propôs criar um Exército Europeu como parte da Comunidade de Defesa Europeia (sob a liderança da França). Ainda que o plano tenha fracassado, ele fornece evidências de que, desde o início, os políticos franceses pressionaram pela centralização e pela visão imperial da Europa. Uma exceção foi o presidente Charles de Gaulle, que se opunha a um estado europeu supranacional. Durante a "crise da cadeira vazia", em junho de 1965, a França abandonou seu assento no Conselho dos Ministros por seis meses em protesto contra um ataque à sua soberania. A Comissão havia pressionado por uma centralização do poder. Entretanto, de Gaulle também estava tentando melhorar a posição e a liderança da França nas negociações acerca da Política Comum Agrícola. A Comissão havia proposto a criação de uma decisão por maioria de votos nesse quesito. Os agricultores franceses eram os principais beneficiários dos subsídios, ao passo que a Alemanha era a principal contribuinte. A decisão por maioria de votos poderia ter privado os agricultores franceses de seus privilégios. Somente quando as exigências de financiamento agrícola de Gaulle foram aceitas é que a política da cadeira vazia acabou. Vários alemães, inclusive Ludwig Erhard, se opuseram aos subsídios agrícolas e defendiam uma zona de livre comércio. (Ver Judt, *Postwar*, p. 304). Adenauer, no entanto, jamais romperia com a França. Em troca de subsídios para os agricultores franceses, produtos alemães adquiriram entrada livre na França. Toda a política se resumia a subsídios agrícolas em troca de livre comércio.

[17] Roland Vaubel, "The Political Economy of Centralization and the European Community," *Public Choice* 81 (1—2 1994): pp. 151—190, explica a tendência rumo à centralização na Europa utilizando argumentos oriundos da Teoria da Escolha Pública.

[18] Larsson, "National Policy in Disguise," p. 163

[19] Como escreveu Arjen Klamer a respeito da estratégia de se utilizar a moeda única como veículo para a centralização: "A suposição era a de que, tão logo a unidade monetária fosse uma realidade, seria necessário algum tipo de construção federal — ou ao menos uma união política mais forte — para que a

De acordo com os jornais alemães, o governo francês temia que a Alemanha, após sua reunificação, criasse "uma área de livre comércio dominada pelo marco alemão, estendendo-se de Brest [*litoral noroeste da França*] até Brest-Litowsk [*no sul da Bielorrúsia*]".[20] Os socialistas europeus (franceses) precisavam urgentemente de adquirir poder sobre a unidade monetária.

Como argumentou Charles Gave[21] a respeito dos eventos ocorridos após a queda do Muro de Berlim:

> Para os proponentes do "Império Romano" [a visão socialista], o Estado Europeu tinha de ser organizado imediatamente, não importasse os riscos, e se tornar algo inevitável. Caso contrário, os proponentes de uma "Europa Cristã" [a visão liberal-clássica] venceriam a batalha por ausência de rivalidade, e a história provavelmente jamais reverteria seu curso. O colapso da União Soviética foi a crise que deu a oportunidade, bem como a força-motriz, para que o Império Romano levasse a cabo um programa ostensivamente ambicioso. Com a balança pendendo para o lado da Europa Cristã, o Império Romano precisava urgentemente desequilibrá-la para o seu lado; e a criação do euro, mais do que qualquer outra coisa, veio para simbolizar a investida do campo Romano rumo a uma superestrutura centralizada.

O argumento oficial utilizado pelos defensores de uma moeda única e de curso forçado era o de que o euro iria reduzir os custos de transação — facilitando o comércio, o turismo e o crescimento econômico na Europa. Mais implicitamente, entretanto, a moeda única era vista como o primeiro e essencial passo rumo à criação de um estado

---

união monetária pudesse funcionar. Assim, a carroça foi colocada na frente dos bois. Foi tudo um experimento. Nenhum político ousaria lidar com as consequências do fracasso — ou do que poderia acontecer — caso uma forte união política não fosse realizada. Tudo já estava arrumado e o show tinha de continuar." (Arjen Klamer, "Borders Matter: Why the Euro is a Mistake and Why it will Fail," in *The Price of the Euro*, ed. Jonas Ljundberg, (New York: Palgrave MacMillan, 2004), p. 33).

Similarmente, Roland Vaubel escreve sobre os efeitos do euro: "A União Monetária Europeia é o ponto de partida para a centralização de várias outras políticas econômicas e, em última instância, para a criação de um estado europeu". (Roland Vaubel, "A Critical Analysis of EMU and of Sweden Joining It," in *The Price of the Euro*, ed. Jonas Ljundberg, (New York: Palgrave MacMillan 2004), p. 94) Ver também James Foreman-Peck, "The UK and the Euro: Politics versus Economics in a Long-Run Perspective," in *The Price of the Euro*, ed. Jonas Ljundberg, (New York: Palgrave MacMillan 2004), p. 104.

[20] *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, June 1, 1996. O ministro das relações exteriores alemão Hans-Dietrich Genscher havia proposto que os países do Leste Europeu fossem absorvidos pela União Europeia o mais rapidamente possível. Margaret Thatcher também defendia uma rápida ampliação, na esperança de que uma alargada UE iria ser tornar uma zona de livre comércio. Temendo uma área de livre comércio e uma reduzida influência, o governo francês se opôs a esse acesso prematuro dos países do Leste Europeu à UE. Ver Judt, *Postwar*, p. 716,719.

[21] Charles Gave, "Was the Demise of the USSR a Negative Event?" in *Investors-Insight.com*, ed. John Mauldin, (5 de maio, 2010), http://investorsinsight.com/.

europeu. Foi presumido que o euro iria criar a pressão necessária para a introdução desse estado.

O real motivo de o governo alemão, tradicionalmente oposto à visão socialista, ter finalmente aceitado o euro tinha a ver com a reunificação alemã. O acordo era o seguinte: a França construía seu império europeu e, em troca, dava o apoio que faltava para a reunificação das duas Alemanhas.[22] Afirmava-se que, de outra forma, a Alemanha iria se tornar excessivamente poderosa. Consequentemente, sua arma mais pujante, o marco alemão, tinha de ser abolido — em outras palavras, um desarmamento.[23]

A etapa seguinte nos planos do campo socialista foi redigir o esboço de uma constituição europeia (feito pelo ex-presidente francês Valery Giscard d'Estaing Ginard), estabelecendo um estado central. Porém, esse projeto constitucional fracassou completamente; ele foi rejeitado nas urnas pelos eleitores da França e da Holanda em 2005. Como sempre, a Alemanha sequer foi consultada. Os alemães também não foram perguntados se queriam fazer parte do euro. Porém, os políticos geralmente não desistem até que todas as suas ideias sejam aceitas. No caso da constituição europeia, eles simplesmente renomearam a constituição; e não mais foi necessário submetê-la à votação popular em muitos países.

Como consequência, o Tratado de Lisboa foi aprovado em dezembro de 2007. O Tratado está cheio de palavras como *pluralismo*, *não discriminação*, *tolerância* e *solidariedade*, todas elas podendo ser interpretadas como clamores para se violar os direitos de propriedade de terceiros, bem como toda e qualquer liberdade de contrato. No Artigo Três, a União Europeia promete lutar contra a exclusão social e a discriminação, desta forma abrindo as portas para intervencionismos de todos os tipos. Deus não é mencionado uma única vez no Tratado de Lisboa.

Na realidade, o Tratado de Lisboa acabou sendo uma derrota para o ideal socialista. Não se trata de uma genuína constituição, mas apenas de um tratado. Isso deixou os proponentes de um Império Europeu em um beco sem saída, e eles foram obrigados a se

---

[22] Até hoje, o governo francês obteve êxito em criar uma influência desproporcional sobre a União Europeia. A maioria das instituições da UE está localizada na França e na Bélgica. O francês é um dos idiomas oficiais da UE, ao lado do inglês, mas não o alemão, ainda que a União Europeia tenha muito mais cidadãos que falem alemão do que francês. Quando se pondera a influência dos estados-membros baseando-se em sua população, a França está sobrerrepresentada e a Alemanha, subrepresentada. Com efeito, a influência proporcional da Alemanha não aumentou absolutamente nada após sua reunificação. Como escreveu Larsson: "Em suma, a União Europeia e seus arranjos predecessores são basicamente projetos franceses, os quais, não obstante algumas declarações oficiais, em muitos aspectos serviram ao propósito de utilizar todos os meios possíveis para ampliar — ou, no mínimo, manter — a influência política mundial da França, particularmente na Europa." ("National Policy in Disguise," p. 165). O próprio Charles de Gaulle já havia declarado: “A CEE é formada por um cavalo e por uma carruagem: a Alemanha é o cavalo e a França, o cocheiro.” (Citado in Bernard Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, p. 7). Nada parece ter mudado de lá pra cá.

[23] Mais detalhes sobre a história do euro serão abordados no capítulo 9.

reagrupar e centrar seus esforços na única ferramenta que restou — o euro. Mas como, exatamente, o euro provoca a centralização de Europa?

O euro gera os tipos de problemas que podem ser encarados como um pretexto para que haja uma centralização de poder coordenada por políticos. Com efeito, a construção e a implantação do euro provocaram uma corrente de crises severas: os estados-membros podem utilizar as impressoras do Banco Central Europeu para financiar seus déficits; essa característica da União Monetária Europeia invariavelmente gera crises da dívida soberana para os países-membros que se endividam em excesso. Essa crise, por sua vez, pode ser utilizada para centralizar o poder e as políticas fiscais. A centralização das políticas fiscais pode então ser utilizada para unificar a tributação e com isso abolir a guerra tributária entre os países.

Com a atual crise da dívida soberana, o euro, único meio que restou aos socialistas para fortalecer seu plano de implementar um estado central, está em risco. Portanto, é algo totalmente irrealista dizer que o fim do euro significaria o fim da Europa ou do ideal europeu; o fim do euro seria apenas o fim da versão socialista da Europa.

Naturalmente, é perfeitamente possível ter uma Europa economicamente integrada, com suas quatro liberdades básicas, sem que haja uma moeda única de curso forçado. O Reino Unido, a Suécia, a Dinamarca e a República Tcheca não utilizam o euro, mas pertencem ao mercado comum e usufruem as quatro liberdades. Se a Grécia abandonar o euro e se juntar a esses países, a visão liberal-clássica permaneceria intacta. Com efeito, uma livre escolha entre várias moedas é algo mais relacionado ao valor europeu de liberdade do que a obrigação de utilizar uma moeda continental de curso forçado criada por um banco central que possui o monopólio de sua produção.

3. A dinâmica do papel-moeda fiduciário de curso forçado

Para entendermos a dinâmica do euro, é necessário antes uma investigação mais profunda sobre a história, o surgimento e o funcionamento do dinheiro. O dinheiro — isto é, o meio comum de troca amplamente aceito por todos os participantes do mercado — surgiu como uma maneira de se resolver o problema da dupla coincidência de desejos. O problema da dupla coincidência de desejos consiste no problema de se encontrar alguém que possua aquilo que queremos e, ao mesmo tempo, que queira aquilo que estamos ofertando. Em algum momento da história, alguns indivíduos descobriram que podiam satisfazer esses seus objetivos de uma maneira mais eficaz: em vez de demandarem diretamente os bens de que necessitavam, eles simplesmente demandariam bens que fossem mais facilmente comercializáveis. Ato contínuo, utilizariam esses bens facilmente comercializáveis para então adquirir os produtos e serviços que realmente desejassem. Em outras palavras, as pessoas passaram a utilizar os bens e serviços que produziam como maneira de adquirir um bem universalmente aceito que, por sua vez, seria utilizado como meio de troca — ou seja, sua produção era utilizada para comprar, de maneira indireta, aquilo que realmente queriam.

Um caçador, por exemplo, não troca diretamente a carne que coletou por roupas de que precisa, pois é muito difícil encontrar um produtor de roupas que necessite de carne naquele exato momento e que esteja disposto a oferecer suas roupas em troca daquela exata quantia de carne. Em vez disso, o caçador vende sua produção em troca de trigo, que é mais comercializável. Ato contínuo, ele utiliza o trigo para comprar as roupas. Desta maneira, o trigo adquire uma demanda adicional. Ele não apenas é demandado como um bem de consumo para servir de alimento ou como um fator de produção para ser utilizado na agricultura, mas também como um meio de troca para ser utilizado no comércio. Se o caçador for bem sucedido nessa sua estratégia, ele pode querer repeti-la. Outros irão copiá-lo. Sendo assim, a demanda por trigo como um meio de troca aumenta e se torna mais difundida. À medida que o uso do trigo como meio de troca vai se tornando mais ampla, o trigo se torna cada vez mais comercializável e seu uso como tal se torna mais atraente.

Simultaneamente, pode haver outros meios de troca concorrentes. Em um processo competitivo, um ou alguns meios de troca podem se tornar amplamente aceitos. Eles se tornam dinheiro. Nesse processo competitivo, algumas mercadorias se comprovaram mais úteis para cumprir a função de ser um bom meio de troca e uma boa reserva de valor. Metais preciosos como ouro e prata se tornaram dinheiro. Em retrospecto, não é difícil entender por quê: ouro e prata são homogêneos, resistentes, possuem grande valor e são altamente demandados, além de serem fáceis de armazenar e transportar.

Os bancos entram em cena

Quando os bancos surgiram novamente durante a Renascença, no norte da Itália, ouro e prata ainda eram os meios de troca dominantes. As pessoas utilizavam metais preciosos

em suas comercializações diárias, e quando elas depositavam seu dinheiro nos bancos, os bancos eram pagos para custodiar e manter 100% de reservas.[24]

Os depositantes iam até seus bancos e depositavam cem gramas de ouro para ser custodiado, criando assim um contrato de depósito à vista (também chamado de depósito em conta-corrente). O depositante, em troca, recebia um certificado de depósito, o qual ele poderia restituir em ouro a qualquer momento. Aos poucos, estes certificados começaram a circular e passaram a ser utilizados em transações comerciais como se fossem ouro. Mas raramente estes certificados eram redimidos em ouro físico. Sempre havia uma quantidade básica de ouro que permanecia ociosa dentro dos cofres dos bancos, a qual não era redimida pelos depositantes. Consequentemente, a tentação dos banqueiros em utilizar uma fatia deste ouro em benefício próprio se tornou praticamente irresistível. Os banqueiros normalmente utilizavam o ouro para conceder empréstimos a seus clientes. Eles começaram a emitir certificados de depósito falsos ou a criar novos depósitos sem que houvesse ouro lastreando-os. Em outras palavras, os bancos começaram a praticar reservas fracionárias, isto é, a manter apenas uma fração de ouro lastreando todos os seus depósitos.

O estado entra em cena

Os governos começaram a se envolver profundamente no setor bancário. Infelizmente, como Mises explicou em seu livro, *Intervencionismo*,[25] intervenções são como uma rampa escorregadia, na qual as coisas facilmente saem do controle. Intervenções governamentais geram problemas do ponto de vista dos próprios intervencionistas: intervenções adicionais sempre serão necessárias para corrigir os efeitos indesejados das intervenções anteriores. Ou isso, ou simplesmente se revoga a intervenção inicial. Caso a primeira opção seja a escolhida, problemas adicionais surgirão, os quais exigirão novas intervenções. E o ciclo não terá fim.

Na seara monetária, escolheu-se o caminho do intervencionismo, o que culminou no estabelecimento do papel-moeda de curso forçado e, mais tarde, no euro. O euro necessita, para seu funcionamento, de uma centralização política da Europa. O resultado final e lógico de intervenções monetárias é uma moeda fiduciária global.

A primeira intervenção dos governos no âmbito monetário se deu com a monopolização da cunhagem de moedas; depois veio a adulteração metálica das moedas. Os governos coletavam as moedas existentes, derretiam-nas, reduziam o conteúdo dos metais preciosos contidos nelas, cunhavam-nas novamente e embolsavam essa diferença. Tal

---

[24] Jesús Huerta de Soto, *Money, Bank Credit and Economic Cycles*, 2nd ed., (Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute, [2006] 2009), descreve a história dos contratos de depósitos monetários. Ele mostra que estes contratos já existiam desde épocas remotas e que as obrigações impostas por estes contratos foram violadas pelos banqueiros. Estes passaram a utilizar o dinheiro que lhes era confiado em benefício próprio. A história da apropriação indevida de dinheiro depositado se repete mais tarde na Renascença.

[25] Ludwig von Mises, *Intervencionismo: uma análise econômica* (Edição online: Instituto Mises Brasil, 2010), http://www.mises.org.br/Ebook.aspx?id=32.

prática, obviamente, aumentava a quantidade de moeda em circulação. Foi assim que o governo começou a se financiar diretamente via inflação.

Os lucros obtidos por esse monopólio da cunhagem e por essa redução da qualidade das moedas existentes se mostraram consideráveis e passaram a atrair uma atenção cada vez maior do governo para a área monetária. Porém, essa prática da degradação monetária era uma maneira bastante canhestra de se aumentar o orçamento do governo. Uma intervenção no setor bancário apresentava um maior potencial, e fornecia uma maneira mais insidiosa de aumentar os fundos governamentais. E assim os governos começaram a trabalhar em conjunto com os banqueiros, tornando-se seus cúmplices. Em troca, como um primeiro grande favor aos bancos, os governos se comprometeram a não fazer cumprir as normas legais vigentes sobre contratos de depósitos privados.

Em um contrato de depósito, a obrigação do depositário é manter, a todo o momento, 100% do bem que foi confiado à sua custódia ou o seu equivalente em quantidade e qualidade (*tantundem*). Isso implica que os bancos têm de manter 100% de reservas para todo o dinheiro que lhe foi depositado à vista. Os governos não impuseram estas leis para os bancos e não defenderam os direitos de propriedade dos depositantes. Os governos simplesmente ignoraram se esquivaram e ignoraram o problema. Com o tempo, eles simplesmente legalizaram de maneira oficial a prática vigente e passaram a permitir contratos ambíguos. De maneira efetiva, os bancos adquiriram o privilégio de manter reservas fracionárias e criar dinheiro do nada. Eles passaram a poder criar "certificados de ouro" e depósitos em seus balancetes mesmo não possuindo a correspondente quantia de ouro físico em seus cofres.

"Certificados de ouro" não lastreados em ouro e depósitos não lastreados em dinheiro físico são chamados de meios fiduciários. O privilégio de produzir meios fiduciários foi dado aos bancos em troca de sua estrita e intensa cooperação com os governos. Com efeito, os governos de início apenas ignoravam a postura dos bancos quando estes desonravam suas obrigações de custódia porque os meios fiduciários criados desta forma eram concedidos ao governo na forma de empréstimos. Essa cooperação entre bancos e governos continua até hoje e é ilustrada mais explicitamente em momentos de crise, quando os governos concedem aos bancos vários pacotes de socorro.

O padrão-ouro clássico

O padrão-ouro vigorou de 1815 a 1914. Foi um período durante o qual a maioria dos países passou a utilizar uma única commodity, o ouro, como moeda; é mais fácil controlar apenas uma moeda-commodity em vez de duas. Assim, os governos simplesmente seguiram as tendências de mercado rumo a um só meio de troca amplamente aceito por todos. As diferentes moedas, como o marco alemão, a libra ou o dólar, eram apenas nomes diferentes para determinados pesos de ouro. As taxas de câmbio eram "fixas", pois todos os países estavam utilizando a mesma moeda, o ouro. Como consequência, o comércio e a cooperação internacional aumentaram sobremaneira durante este período.

O padrão-ouro clássico, contudo, era um padrão-ouro fracionário e, consequentemente, instável. Os bancos não mantinham 100% de reservas. Seus depósitos e certificados não eram 100% lastreados por ouro físico em seus cofres. Os bancos estavam sob a constante ameaça de perder reservas e, consequentemente, de se tornarem incapazes de

restituir seus depósitos em ouro. Devido a essa constante ameaça, o poder dos bancos de criar dinheiro era restrito. Criar dinheiro significava colher lucros substanciais, mas a ameaça de corridas bancárias e o consequente risco de perder reservas limitava a liberdade dos bancos de expandir o crédito. Os usuários de dinheiro representavam uma ameaça constante à liquidez dos bancos, uma vez que eles, os usuários, ainda utilizavam o ouro físico em suas trocas, o que significava que eles constantemente exigiam a restituição de seus depósitos em ouro, principalmente quando sua confiança nos bancos era abalada. Da mesma maneira, os bancos que haviam acumulado meios fiduciários (certificados emitidos por outros bancos) poderiam exigir que o banco emissor restituísse estes certificados em ouro, ameaçando desta forma suas reservas. Logicamente, os bancos passaram a ter interesse em mudar esse arranjo.

Um padrão-ouro fracionário apresentava ainda outra ameaça aos bancos. Quando bancos criam dinheiro e emprestam a empreendedores, isso gera uma pressão artificial sobre as taxas de juros, jogando-as para baixo. Ao reduzirem artificialmente as taxas de juros e expandirem o crédito, a harmonia entre poupança e investimento é alterada e afetada. Investimentos de prazo mais longo só podem ser empreendidos e completados de maneira bem sucedida quando há um aumento na poupança. Quando a poupança aumenta, as taxas de juros tendem a cair, indicando aos empreendedores que agora é possível incorrer em novos projetos que simplesmente não eram lucrativos quando vigoravam as taxas de juros mais altas. Agora eles poderão ser exitosamente completados; afinal, como a poupança aumentou, há mais recursos disponíveis para serem utilizados nestes projetos.

Todavia, quando os bancos expandem o crédito e artificialmente reduzem as taxas de juros, os empreendedores tendem a ser ludibriados. Com taxas de juros mais baixas, uma quantidade maior de projetos de investimento repentinamente adquire o prospecto de lucratividade — ainda que a poupança não tenha aumentado. Em algum momento, no entanto, os preços começam a subir — por causa do aumento da quantidade de dinheiro na economia e por causa da escassez de recursos disponíveis para terminá-los, pois não houve redução do consumo (ou poupança) —, tornando óbvio que alguns desses projetos recém-iniciados na realidade não são lucrativos, e devem ser liquidados em decorrência da falta de recursos.[26] Foram iniciados um número maior de projetos do que aqueles que podem efetivamente ser finalizados, considerando-se a totalidade de recursos disponíveis. Não há poupança suficiente disponível. As taxas de juros caíram devido à expansão do crédito e não devido a uma maior poupança. A depuração e liquidação destes investimentos insustentáveis é um processo necessário e saudável; ela rearranja a estrutura de produção, realinhando as preferências dos consumidores de acordo com a poupança genuinamente disponível.

Durante uma recessão — isto é, durante esta ampla liquidação dos investimentos insustentáveis —, os bancos normalmente ficam em apuros. Investimentos errôneos e liquidações significam empréstimos ruins e prejuízos para os bancos, algo que ameaça sua solvência. À medida que os bancos se tornam menos solventes, as pessoas começam a perder a confiança neles. Os bancos encontram dificuldades em arrumar novos credores, os depositantes começam a sacar seus depósitos e há o risco de ocorrer

---

[26] Para o mais completo e abrangente tratado sobre ciclos econômicos, ver Huerta de Soto, *Money, Bank Credit and Economic Cycles*.

corridas bancárias. Consequentemente, os bancos se tornam ilíquidos e, na maioria das vezes, insolventes. Ao longo da história, os banqueiros se tornaram cientes da recorrência dessas dificuldades em meio a recessões, e perceberam que tais dificuldades eram em última instância causadas pela sua própria criação de dinheiro e subsequente empréstimo a juros artificialmente baixos. Eles perceberam que essa sua prática de reservas fracionárias sempre foi ameaçada por recorrentes recessões.

Os banqueiros, no entanto, não queriam abrir mão desse lucrativo negócio de produção de dinheiro. Consequentemente, eles exigiram assistência (intervenção) do governo. Uma grande ajuda para os bancos foi a introdução de um banco central como emprestador de última instância: bancos centrais podem criar e emprestar dinheiro para bancos em dificuldade com o intuito de arrefecer os pânicos. Durante uma recessão, bancos em dificuldade podem receber empréstimos do banco central e, com isso, serem salvos.

Bancos centrais também propiciam aos bancos outra vantagem. Eles podem supervisionar e controlar a expansão do crédito. Os perigos de uma expansão creditícia não coordenada é que aqueles bancos mais agressivos, que expandem o crédito mais volumosamente, tendem a perder suas reservas para os bancos menos expansionistas. Essa redistribuição de reservas é algo muito perigoso caso os bancos não pratiquem suas expansões coordenadamente, ao mesmo tempo. Se o banco A expandir artificialmente o crédito de maneira mais rápida que o banco B, os meios fiduciários criados pelo banco A irão parar nas contas dos clientes do banco B. Estes clientes poderão resolver sacar esse dinheiro, o que obrigaria o banco B a restituí-los em ouro. Sendo assim, o banco B, por sua vez, apresentará esses meios fiduciários para o banco A, exigindo o ouro deste, fazendo-o perder reservas.

Porém, se ambos os bancos expandirem o crédito no mesmo ritmo, seus clientes irão apresentar a mesma quantidade de meios fiduciários para a restituição em ouro. Suas reivindicações mútuas cancelarão umas às outras. A expansão do crédito irá reduzir as reservas de ouro em relação aos depósitos criados, é fato, mas os bancos não irão perder ouro para seus concorrentes. Por outro lado, não houvesse essa expansão coordenada, haveria o risco de perdas de reservas e uma subsequente falta de liquidez. Para fazer esta coordenação, os bancos podem formar um cartel — porém, sempre haverá o risco de que um banco possa quebrar o acordo e sair do cartel, ameaçando assim o colapso de todos os outros. A solução para esse problema é a introdução de um banco central que possa coordenar a expansão do crédito.

Uma expansão do crédito coordenada permite que o crédito possa ser expandido sem o perigo da perda de reservas. Adicionalmente, a simples existência de um emprestador de última instância já serve, por si só, para estimular uma maior expansão do crédito. Em momentos difíceis, um banco sempre poderá obter um empréstimo de um banco central. Esta rede de segurança faz com que os bancos ampliem sua expansão do crédito. Considere conjuntamente estes dois fatores e está criado o cenário da instabilidade financeira.

À medida que o potencial para a expansão do crédito foi aumentando, aumentou também o número de investimentos insustentáveis e os subsequentes ciclos de expansão e recessão econômica.

Mas mesmo com a criação dos bancos centrais, os governos ainda assim não possuíam o total controle do dinheiro. Embora o sistema bancário pudesse criar meios fiduciários, a produção de dinheiro ainda estava ligada ao ouro e restringida por ele. As pessoas ainda podiam ir aos bancos durante uma recessão e exigir a restituição de seus depósitos em ouro. Mesmo com as reservas em ouro tendo finalmente sido centralizadas nos cofres dos bancos centrais, estas reservas ainda poderiam se revelar insuficientes para evitar uma corrida bancária e um colapso do sistema bancário. Consequentemente, a capacidade de expandir o crédito e de produzir dinheiro com o intuito de financiar o governo direta e indiretamente (por meio da compra de títulos do Tesouro pelo sistema bancário) ainda continuava limitada pelo elo do dinheiro ao ouro. O ouro impunha disciplina. Naturalmente, portanto, a tentação tanto para os bancos quanto para os governos era a de gradualmente ir removendo todas as ligações entre dinheiro e ouro.

Uma primeira experiência com essa remoção ocorreu no início da Primeira Guerra Mundial. As nações participantes suspenderam a restituição em ouro, com a exceção dos Estados Unidos, que entraram na guerra apenas em 1917. Esses outros países participantes queriam a liberdade de poder inflacionar ilimitadamente sua oferta monetária para assim poderem financiar seu esforço de guerra. Como consequência, houve um breve período de taxas de câmbio flexíveis entre os papeis-moeda fiduciários. Durante os anos 1920, várias nações retornaram ao padrão-ouro — por exemplo, a Grã-Bretanha em 1926 e a Alemanha em 1924. Contudo, a restituição em ouro agora só era possível diretamente no banco central, e mesmo assim apenas em lingotes (tal sistema, portanto, é chamado padrão ouro-lingote).

O pequeno correntista ficou impossibilitado de recuperar seu ouro. As moedas de ouro, por sua vez, desapareceram de circulação. E os lingotes eram utilizados somente para volumosas transações internacionais. A Grã-Bretanha passou a restituir libras não somente em ouro mas também em dólares. Outros países começaram a restituir suas moedas em libras. A centralização das reservas de ouro pelos bancos centrais e a reduzida restituição de dinheiro em ouro permitiu uma grande ampliação na expansão do crédito, gerando investimentos ainda mais insustentáveis e ciclos econômicos ainda mais violentos.

O sistema de Bretton Woods

Durante a Grande Depressão, a restituição em ouro foi suspensa em vários países. O caos gerado pelas taxas de câmbio flutuantes e pelas seguidas desvalorizações das moedas, com cada país querendo estimular suas exportações, levou os EUA a organizarem um novo sistema monetário internacional em 1946. Com o sistema de Bretton Woods, os bancos centrais de todo o mundo poderiam exigir que o Federal Reserve restituísse dólares em ouro. Já o cidadão comum, por sua vez, não mais podia restituir seu dinheiro em ouro, nem mesmo em nos bancos centrais de seus países. Eles foram efetivamente espoliados de seu próprio ouro. O ouro se tornou propriedade do banco central. Sob esse padrão ouro-câmbio, somente os bancos centrais e os governos estrangeiros poderiam transacionar suas moedas com outros bancos centrais.

Sob o sistema de Bretton Woods, cada moeda apresentava um valor fixo em relação ao dólar, e consequentemente em relação ao ouro. O dólar se tornou a moeda de reserva utilizada por todos os bancos centrais. Os bancos centrais inflacionavam suas moedas domésticas de acordo com suas reservas em dólares. Uma vez completada essa nova

fase intervencionista no âmbito monetário, passou a ser ainda mais fácil criar dinheiro durante recessões para ajudar os bancos — e não o cidadão comum.

O sistema de Bretton Woods, entretanto, continha os germes de sua própria destruição. Sob esse arranjo, os Estados Unidos adquiriram enormes incentivos para inflacionar sua própria moeda e exportá-la para outros países. Os EUA produziam dólares para comprar bens e serviços, e pagar pelas guerras da Coréia e do Vietnã. Em troca desses dólares, vários bens eram vendidos aos EUA. Países europeus como a França, a Alemanha Ocidental, a Suíça e a Itália adotaram políticas monetárias menos inflacionistas, pois estavam sob a influência de economistas familiarizados com os ensinamentos da Escola Austríaca de economia. As reservas de ouro do Federal Reserve foram diminuindo e os dólares — cada vez mais sobrevalorizados, pois sua oferta havia aumentado sobremaneira, mas seu preço continuava fixo em relação ao ouro — foram se acumulando nos bancos centrais europeus. Até que Charles de Gaulle deu início a uma corrida ao Fed, exigindo que os dólares acumulados pelo banco central francês fossem restituídos em ouro. Em contraposição à França, e devido à dependência militar da Alemanha em relação às tropas americanas, o Bundesbank concordou em manter suas reservas em dólar, sem exigir restituição.[27]

Dado que as reservas em ouro dos EUA estavam decrescendo ininterruptamente, Nixon finalmente suspendeu a restituição de dólares em ouro em agosto de 1971. As moedas passaram a flutuar em 1973. A dinâmica intervencionista havia levado o mundo às moedas de papel inconversíveis e de curso forçado. Com moedas de papel fiduciárias, não há mais nenhum elo ao ouro e, por conseguinte, nenhum limite à produção de papel-moeda. A expansão do crédito agora poderia continuar incontidamente, pois as portas estavam abertas para ilimitados pacotes de socorro tanto para os governos quanto para o sistema bancário.

A Europa após Bretton Woods

Após o colapso de Bretton Woods, o mundo estava imerso em um arranjo de moedas fiduciárias flutuando entre si. Os governos agora finalmente podiam controlar a oferta monetária de seus países sem estarem restritos a qualquer limitação imposta pelo ouro; e os déficits podiam ser financiados pelos seus respectivos bancos centrais. A manipulação da quantidade de dinheiro em uma economia tem apenas um objetivo: financiar as políticas governamentais. Não há nenhum outro motivo para se manipular a quantidade de dinheiro de uma economia.

Com efeito, praticamente qualquer quantidade de dinheiro é suficiente para satisfazer a função precípua do dinheiro: ser um meio de troca. Se a quantidade de dinheiro for aumentada, os preços serão mais altos; se ela for reduzida, os preços serão menores. Apenas imagine um acréscimo ou uma subtração de zeros em cédulas de dinheiro. Isso não afetaria a função do dinheiro como um meio de troca.

No entanto, alterações na quantidade de dinheiro geram efeitos distributivos. As primeiras pessoas que receberem esse dinheiro recém-criado poderão adquirir bens e

---

[27] A Alemanha continuou pagando bilhões aos EUA para manter tropas americanas no país como proteção contra uma potencial invasão soviética.

serviços a preços ainda inalterados. À medida que esse dinheiro recém-criado vai circulando pela economia, os preços vão subindo. As pessoas que receberem esse dinheiro por último terão de lidar com um aumento de preços sem que ainda tenham tido um aumento em suas rendas. Logo, há uma redistribuição de riqueza em favor daqueles que primeiro receberam esse dinheiro em detrimento daqueles que o receberão por último — os quais ficarão continuamente mais pobres. Os que primeiro recebem este dinheiro são principalmente os membros do sistema bancário, o governo e as indústrias favoritas do governo (por meio de vários tipos de subsídios), ao passo que os últimos recebedores são formados por aquela fatia da população que possui menos contato com o governo — por exemplo, pessoas com renda fixa.

O novo sistema de papel-moeda fiduciário permitiu uma quase irrestrita inflação da oferta monetária, o que gerou enormes efeitos redistributivos. Após o fim de Bretton Woods, os bancos europeus inflacionaram suas respectivas moedas tanto para financiar a expansão de seus estados assistencialistas quanto para subsidiar empresas. Mas nem todos os países inflacionaram suas moedas no mesmo ritmo. Como consequência, surgiram intensas flutuações nas taxas de câmbio entre os países europeus, algo que afetou negativamente o comércio entre essas nações europeias.

Uma vez que o comércio foi negativamente afetado, a divisão do trabalho também foi prejudicada, resultando em desemprego e consequentes perdas de bem-estar econômico nestes países. Políticos se preocuparam e quiserem reverter essas perdas, pois elas estavam gerando menores receitas tributárias. Adicionalmente, eles temiam que as seguidas desvalorizações cambiais, e a subsequente inflação de preços que elas estavam gerando, ficassem fora de controle. Empresas e bancos também estavam temerosos quanto a esta possibilidade. Para piorar, as pessoas que viviam de renda fixa começaram a demonstrar irritação ao verem sua renda real sendo erodida pela inflação. As taxas de poupança caíram, o que reduziu as perspectivas de crescimento de longo prazo.

As taxas de câmbio ampla e descontroladamente flutuantes representavam o mais importante problema do ponto de vista da elite política. A integração econômica europeia corria o risco de se esfacelar. As quatro liberdades básicas — livre movimentação de capitais (investimento estrangeiro direto), de bens, de serviços e de pessoas — haviam sido na prática inibidas. A incerteza gerada pela flutuação das taxas de câmbio havia reduzido severamente tais movimentações. Ademais, taxas de câmbio flutuantes eram constrangedoras para aqueles políticos que gostavam de inflação monetária, deixando-os completamente a descoberto: afinal, quanto mais um país inflacionava, mais sua moeda se depreciava em relação às outras.

Consequentemente, os políticos decidiram que era hora de estabilizar as taxas de câmbio. Porém, isso seria uma impossibilidade prática: moedas fiduciárias flutuantes, com taxas de inflação distintas, não podem financiar governos distintos, cada um cm suas prioridades e, ao mesmo tempo, propiciarem taxas de câmbio estáveis. Os políticos queriam coordenar a inflação na União Europeia de uma maneira semelhante ao funcionamento do sistema bancário de reservas fracionárias, o qual deve coordenar sua expansão a fim de manter suas reservas.

O Sistema Monetário Europeu (SME), criado em 1979, foi imaginado como sendo a solução tanto para o problema da coordenação quanto para o urgente problema da

guerra cambial entre os países europeus.[28] O SME foi uma formalização legal do até então vigente, porém informal, sistema de taxas de câmbio que supostamente deveria flutuar somente dentro de bandas muito limitadas. Políticos e grandes empresas interessadas em comércio estrangeiro haviam trabalhado juntos em uma tentativa de controlar as divergentes taxas de inflação que existiam dentro da União Europeia. França, Alemanha, Itália, Bélgica, Holanda, Luxemburgo, Dinamarca e Irlanda participaram dessa tentativa de estabilizar suas taxas de câmbio. A Espanha se juntou a esse grupo após ter entrado na União Europeia em 1986. O sistema, contudo, havia feito uma interpretação errada da situação. Não havia nenhuma restituição em ouro ou em qualquer outra moeda-commodity, impossibilitando assim qualquer tipo de coordenação efetiva. O SME havia sido construído totalmente sobre dinheiro de papel.[29]

O SME foi também uma tentativa de restringir a hegemonia do Bundesbank — o banco central mais conservador da Europa, o que tornava o marco alemão a moeda mais forte da região —, que inevitavelmente impunha uma política monetária relativamente menos inflacionista para todos os outros países. A intenção velada era tolher essa sua postura anti-inflacionária. Sabe-se hoje que o *Banque de France* repetidamente protestava, internamente, contra a "tirania do marco". O governo francês chegou até mesmo a pedir que o SME criasse uma instituição que centralizasse as reservas de todos os bancos centrais europeus, desta forma acabando com a predominância alemã e, de quebra, obtendo acesso às reservas alemãs. Mas esse pedido foi recusado pelos diretores do Bundesbank, que eram bastante céticos em relação a todo o projeto. Após a criação do SME, no entanto, o chanceler alemão Helmut Schmidt ameaçou aprovar uma lei abolindo a independência formal do Bundesbank caso seus diretores não concordassem em participar do SME.

O SME tentou fixar taxas de câmbio que, informalmente, tinham a permissão para flutuar dentro de uma banda de +-2,25% em relação à taxa oficial. Porém, a ideia de taxas de câmbio fixas era incompatível com o sistema que havia sido construído para alcançar este objetivo. A ideia era que, quando a taxa de câmbio ameaçasse sair dessa

---

[28] Entre 1972 e 1973, existiu, por um curto período de tempo, um sistema chamado “a serpente no túnel”. Sob esse sistema informal, as moedas podiam flutuar dentro de uma banda de tolerância de +-2,25% entre si. O túnel era determinado pelo dólar. O acordo Smithsoniano havia estipulado bandas de +-2,25% dentro das quais as moedas se moveriam em relação ao dólar. Quando o dólar começou a flutuar livremente em 1973, o túnel desapareceu. A serpente havia fugido do túnel, restando apenas um bloco dominado pelo marco alemão, com as moedas flutuando +-2,25% em relação ao marco. Como o Bundesbank não mais estava obrigado a comprar as ofertas de dólares em excesso, ele agora estava livre para elevar as taxas de juros e restringir a liquidez. Enquanto o governo francês queria influenciar a economia por meio da expansão do crédito, as instituições alemãs queriam combater a inflação. A França saiu da serpente em 1974. Retornou em 1975 em uma tentativa de reduzir a hegemonia alemã, mas saiu de novo no ano seguinte. Em 1977, somente Alemanha, Benelux (Bélgica, Holanda e Luxemburgo) permaneciam efetivamente na zona do marco. Para mais sobre a história da serpente e o SME ver Ivo Maes, J. Smets and J. Michielsen, “EMU from a Historical Perspective,” in Maes, Ivo, *Economic Thought and the Making of European Monetary Union, Selected Essays by Ivo Maes*, (Cheltenham, UK: Edgar Elgar, 2004), pp. 131-191.

[29] Sobre os fracassos do SME ver Murray Rothbard, “Schöne neue Zeichengeldwelt,” in *Das Schein-Geld-System, wie der Staat unser Geld zerstört*, tradução de Guido Hülsmann (Gräfelfing: Resch, 2000).

banda de flutuação, os bancos centrais iriam intervir e tentar trazer a taxa de volta para dentro da meta. Para que isso acontecesse, um banco central teria de vender sua moeda — ou, em outras palavras, imprimir mais dinheiro quando sua moeda estivesse se apreciando em relação às outras, saindo assim da banda de flutuação. Para a situação oposta, isto é, caso sua moeda estivesse se depreciando em relação às outras, ele teria de comprar sua moeda, retirando-a de circulação. Para isso, ele teria de vender ativos, como por exemplo moeda estrangeira.

Peguemos o exemplo do Banco Central da Espanha. Se a peseta se apreciasse bastante em relação ao marco alemão, o Banco da Espanha teria de inflacionar sua moeda, produzindo pesetas com o intuito de derrubar seu preço. O banco central provavelmente faria isso de muito bom grado. Dado que ele podia produzir pesetas sem limitações, nada poderia impedir o Banco da Espanha de evitar uma apreciação da peseta. No entanto, se a peseta se *depreciasse* contra o marco alemão, o Banco da Espanha teria de comprar sua moeda (retirando-a de circulação) vendendo suas reservas de marco alemão ou de qualquer outro ativo, desta forma apreciando sua taxa de câmbio. Isso, porém, não era algo que poderia ser feito sem limites, pois dependia estritamente da quantidade de reservas do Banco da Espanha. Este foi o erro básico da criação do SME e a razão por que ele não tinha como funcionar. Não era possível obrigar um outro banco central a cooperar — no caso, obrigar o Bundesbank a imprimir marcos para comprar pesetas quando a peseta estivesse se depreciando em relação ao marco. Com efeito, a ausência de tal obrigação foi resultado da resistência do Bundesbank. Ao se dar conta desta falha, a França requereu a implementação de medidas que reduziriam a independência do Bundesbank. Mas o presidente do Bundesbank, Otmar Emminger, resistiu e disse que não aceitaria ser obrigado a intervir para ajudar moedas que estivessem se depreciando. Ele venceu a batalha e conseguiu a permissão de Helmut Schmidt para suspender as intervenções do Bundesbank e as compras de moedas estrangeiras participantes do acordo do SME. Países com moedas depreciadas teriam se virar — no caso, interromper suas expansões monetárias.

De fato, uma obrigação de intervir em favor de moedas depreciadas teria criado incentivos perversos. Um banco central que inflacionasse rapidamente teria obrigado os outros a seguir sua política. Como já explicado, papeis-moeda fiduciários, ao serem introduzidos dentro de um país, geram redistribuição de bens dentro deste país. Já taxas de câmbio fixas para moedas fiduciárias, em conjunto com a obrigação de intervir dos bancos centrais, gerariam uma redistribuição de bens entre países. Sob tal arranjo, o banco central que mais inflacionasse (o Banco da Espanha) obrigaria outro banco central (o Bundesbank) a seguir seus passos e imprimir marcos mais rapidamente, para assim poder comprar pesetas. O Banco da Espanha poderia imprimir pesetas e trocá-las por marcos, os quais permitiriam que os espanhóis importassem bens alemães. Em seguida, o Bundesbank teria de imprimir marcos para comprar essas pesetas, voltando assim a estabilizar a taxa de câmbio. Haveria uma redistribuição de bens, os quais sairiam do país que inflacionasse mais lentamente (Alemanha) e iriam para o país que inflacionasse mais rapidamente (Espanha).

Mas não havia nenhuma obrigação imposta pelo SME para que os bancos centrais comprassem as moedas que estivessem se depreciando rapidamente. Isso significava que o SME não poderia cumprir seu objetivo de garantir taxas de câmbio estáveis. Taxas de câmbio fixas entre moedas fiduciárias são impossíveis de serem mantidas quando os bancos centrais envolvidos são independentes. Os governos queriam as duas

coisas ao mesmo tempo: produção irrestrita de dinheiro para o financiamento de suas despesas e taxas de câmbio estáveis. Tal desejo fazia com que fosse necessária uma cooperação voluntária entre as políticas monetárias. Sem essa cooperação voluntária, uma inflação coordenada torna-se impossível. E o Bundesbank sempre surgia como o desmancha-prazeres do processo de inflação coordenada. Ele não inflacionava rápido o bastante quando outros bancos centrais, como o Banco da Itália, inflacionavam sua oferta monetária para financiar os déficits públicos italianos.

O Bundesbank não tinha o hábito de inflacionar tão rapidamente por causa da história monetária da Alemanha. Uma única geração de alemães já havia perdido praticamente toda a sua poupança duas vezes, sempre após cada uma das guerras mundiais: na hiperinflação de 1923 e na reforma monetária de 1948. A maioria dos alemães, traumatizada com esses dois eventos, queria uma moeda forte, e havia expressado esse desejo por meio da configuração institucional do Bundesbank, o qual era relativamente independente do governo. O que tudo isso significava é que, na prática, o SME só iria funcionar como planejado se todos os bancos centrais inflacionassem tanto quanto os membros mais conservadores do arranjo: o Bundesbank e o seu tradicional aliado, o *De Nederlandsche Bank.*

Bancos centrais criam dinheiro primordialmente para financiar os déficits de seus governos. Consequentemente, sob o SME, os governos não poderiam ter déficits maiores do que os déficits dos governos mais prudentes do arranjo — frequentemente o governo alemão. O Bundesbank era o freio da inflação europeia: uma restrição odiada por todos. Ele era amplamente considerado como um membro não cooperativo, pois não queria imprimir dinheiro tão rapidamente quanto os outros bancos centrais. Ele obrigava os outros bancos centrais, controlados por seus respectivos governos, a se conterem, quando tudo o que eles queriam era apenas continuar imprimindo, desta forma impondo reajustes desconcertantes a todos os outros membros em decorrência de sua obstinação para com o controle inflacionário.[30]

Com efeito, ocorreram vários reajustes nas taxas de câmbio dentro do SME. Foram sete reajustes apenas entre 1979 e 1983, com o marco alemão se apreciando em média 27% (e vinte e dois reajustes entre 1979 e 1997). A crise final do SME ocorreu em 1992, quando a peseta espanhola e a libra irlandesa tiveram de sofrer uma desvalorização em sua taxa de câmbio. Naquele mesmo ano, a libra esterlina também ficou sob pressão. Após uma decisiva entrevista sobre a libra concedida pelo presidente do Bundesbank,

---

[30] O melhor trabalho descrevendo a batalha, de um lado, dos governos europeus que queriam um maior volume de gastos e, de outro, o Bundesbank tentando manter a inflação limitada é o livro *The Rotten Heart of Europe,* de Bernard Connolly. Connolly mostra a dominância do Bundesbank em vários quesitos. A dominância do Bundesbank também é ilustrada por um caso relembrado por Rüdiger Dornbusch, como relatado em Joachim Starbatty, "Anmerkungen zum Woher und Wohin der Europäischen Union," *Tübinger Diskussionsbeitrag* no. 292 (2005), p. 13. Durante um jantar, o então presidente do Banco Central da Holanda De Nederlandsche Bank, Wim Duisenberg, recebeu um bilhete. Ele então o repassou para seu vice-presidente, que também o leu. Ambos balançaram a cabeça positivamente e retornaram o bilhete ao seu emissário. Quando Dornbusch perguntou o que estava escrito no bilhete, foi-lhe dito que o Bundesbank havia elevado a taxa básica de juros em meio ponto percentual. O aceno de cabeça significava que eles imitariam a medida e também elevariam os juros em meio ponto percentual.

Helmut Schlesinger, o governo britânico teve que parar de tentar estabilizar sua taxa de câmbio, o que acabou levando à saída da Grã-Bretanha do SME. George Soros, famosamente, contribuiu para acelerar o colapso. O franco rapidamente também ficou sob pressão. A França queria o apoio ilimitado e incondicional do Bundesbank em prol do franco.[31] No entanto, o Bundesbank não estava disposto a comprar francos ilimitadamente.

Não surpreendentemente, os governos e os bancos centrais europeus queriam sair do jugo da "tirania" do Bundesbank. O sistema finalmente entrou em colapso. A declaração de rendição foi feita quando a banda de flutuação foi ampliada para +-15% em 1993. O Bundesbank havia vencido; ele havia obrigado todos os outros a declarar falência. Ele havia seguido sua filosofia de rigidez monetária sem sucumbir à pressão dos outros governos. Qualquer banco central que inflacionasse mais que o Bundesbank estaria dando aos seus cidadãos uma moeda fraca. O marco alemão, por sua vez, era respeitado em todo o mundo e era bastante popular entre os alemães. Ele havia trazido uma relativa estabilidade monetária não apenas para a Alemanha, mas também para o resto da Europa. O marco alemão, obviamente, só era estável quando comparado ao resto. Ele próprio era altamente inflacionário e já havia perdido 90% do seu poder de compra desde sua criação em 1948 até o fim do SME. Porém, na Europa, era a moeda mais estável, superando até mesmo o franco suíço.

Entretanto, o êxito do Bundesbank em resistir às pressões inflacionárias infelizmente foi apenas uma vitória de Pirro. O SME havia legado importantes efeitos psicológicos. Os europeus, inclusive os alemães, acreditavam que de fato havia um "sistema" europeu que de alguma forma havia estabilizado as taxas de câmbio. Porém, é claro que isso era uma ilusão. Nunca houve nenhum "sistema"; apenas bancos centrais independentes inflacionando a diferentes velocidades e tentando de alguma forma estabilizar suas próprias taxas de câmbio. Mas essa ilusão serviu para aumentar a confiança nas instituições europeias. O público estava agora psicologicamente preparado para uma moeda europeia. A propaganda governamental apresentava esse arranjo como a próxima etapa lógica rumo a um "Sistema Monetário Europeu".

A moeda única europeia era a solução final para os governos europeus com desejos inflacionistas: seria possível se livrar dos freios que o Bundesbank estava impondo ao financiamento dos déficits dos países europeus e ao mesmo tempo usufruir uma taxa de câmbio estável. A solução significava a abolição efetiva do espírito e do poder do Bundesbank. Se os europeus quisessem apenas estabilidade monetária e uma moeda única para toda a Europa, então a Europa poderia ter introduzido o marco alemão em todos os outros países. Porém, o nacionalismo não permitiria isso. Com uma moeda única, não mais haveria constrangedoras flutuações nas taxas de câmbio, as quais revelariam que um banco central está inflacionando mais rapidamente que seus vizinhos. Pela primeira vez haveria uma entidade centralizada criadora de dinheiro na Europa, a qual poderia ajudar a financiar as dívidas dos governos, e abrir novas dimensões para as intervenções governamentais e para a redistribuição de riqueza.

---

[31] Marsh, *Der Euro*, p. 241. No início dos anos 1980, em uma situação similar, o governo francês ameaçou abandonar o SME e impor tarifas de importação caso o Bundesbank não apoiasse o franco.

4. A estrada para o euro

O plano Werner foi a primeira tentativa de se estabelecer uma moeda comum fiduciária e de curso forçado para toda a Europa. Tal plano foi concebido por um grupo que estava sob os auspícios de Pierre Werner, primeiro-ministro de Luxemburgo, e foi apresentado em outubro de 1970. O plano envolvia três etapas e tinha a intenção de estabelecer uma união monetária já em 1980. Na primeira etapa, as políticas fiscais seriam coordenadas e as flutuações das taxas de câmbio seriam reduzidas. A terceira etapa fixava as taxas de câmbio e esquematizava uma convergência de todas as economias. Mas o plano não deixava claro como iria da primeira para a terceira etapa; a segunda etapa nunca foi explicada. O plano Werner não requeria um banco central comum para todos os países, e acabou sendo abandonado quando a França decidiu sair do acordo cambial — câmbios semi-fixos, com banda variável de +-2,25% em relação ao marco alemão — firmado entre os países europeus em 1974. Não obstante, o plano Werner criou o primeiro precedente rumo à integração europeia, um objetivo essencial.

O plano para uma moeda comum foi ressuscitado por Jacques Delors, que além de ter sido presidente da Comissão Europeia por dez anos, era também um indivíduo com uma longa carreira formada no Partido Socialista francês.[32] Tecnocrata e político no sentido mais estrito de ambos os termos, ele havia sido formado no melhor espírito do intervencionismo francês, e defendeu abertamente a integração e a harmonização política durante seus mandatos como presidente da Comissão. O Ato Único Europeu de 1986 (um ano após Delors assumir a Comissão Europeia) foi um passo rumo à união política. Foi a primeira grande revisão do Tratado de Roma e seu objetivo era o estabelecimento do Mercado Único até 31 de dezembro de 1992. Uma de suas metas de longo prazo era a criação de uma moeda única e, para facilitar tal intento, a decisão por voto majoritário (em contraposição à até então vigente decisão por voto unânime) foi introduzida em áreas como moeda, políticas sociais, economia, pesquisa científica e políticas ambientais.

Em 1987, a pressão pela adoção de uma moeda única se intensificou. Helmut Schmidt, um social-democrata e ex-chanceler da Alemanha, e Valery Giscard d'Estaing, ex-presidente da França, criaram o grupo lobista "Associação para a união monetária da Europa". Grandes empresas alemãs, como Volkswagen, Daimler-Benz, Commerzbank, Deutsche Bank e Dresdner Bank rapidamente se tornaram membros.

Em abril de 1989, o Relatório Delors, um plano de três etapas para a introdução do euro, foi publicado. Foi um marco na irreversível caminhada rumo ao euro. Na reunião de cúpula de Roma, em dezembro de 1990 — ou seja, dois meses após a reunificação

---

[32] Como explicou Connolly em *The Rotten Heart of Europe*, p. 75, "Delors era ao mesmo tempo um nacionalista francês e um euronacionalista. Como era possível conciliar essa contradição? Ele via na criação da 'Europa' a melhor maneira da ampliar a influência francesa. Durante seus dez anos em Bruxelas, ele assiduamente populava a Comissão com socialistas franceses: a Comissão desta forma se tornou, em ampla medida, uma máquina socialista francesa. Sua esperança, bastante óbvia, era que a 'Europa' fosse gerida pela Comissão e, desta forma, dominada pela França." Ver também as páginas 104 e 380.

alemã — o plano de três etapas foi oficialmente adotado, baseando-se nas metas de longo prazo estabelecidas pelo Ato Único Europeu.

A primeira etapa já estava em andamento desde julho de 1990, com o fortalecimento das coordenações econômicas e monetárias. As manipulações nas taxas de câmbio foram eliminadas e o mercado comum estava pronto.

Em janeiro de 1990, Helmut Kohl concordou com Mitterrand em aprovar a moeda única, sob a influência das ideias do conselheiro de relações exteriores de Kohl, Joachim Bitterlich. Porém, o alto escalão do Bundesbank ainda via a moeda única como uma meta indesejável para o então futuro próximo.

Karl Otto Pöhl, presidente do Bundesbank à época, estava confiante de que a adoção de uma moeda única podia ser impedida. Para Pöhl, a união monetária era uma ideia maluca. Ele argumentava que uma união monetária só poderia ser possível se houvesse uma união política — algo que, na época, ainda estava muito distante. Sua tática era a de especificar condições tão restritivas para o estabelecimento de uma união monetária, que a França e outras nações jamais aceitariam.[33] Porém ele errou no cálculo. O governo francês aceitou que o banco central único fosse baseado no modelo do Bundesbank, o que faz com que Kohl abrisse mão do seu objetivo de introduzir uma união política junto à união monetária.

A vontade política de estabelecer uma moeda uniforme foi explicitada no Tratado de Maastricht, assinado nos dias 9 e 10 de dezembro de 1991. Em Maastricht, Kohl já havia desistido do seu objetivo de criar uma união política, mas foi adiante assim mesmo e acabou por sacrificar o marco alemão. Ele também concordou em especificar uma data para a introdução da moeda única: 1º de janeiro de 1999. Ademais, a participação na união monetária não era voluntária para os países que assinaram o Tratado. Isso significava que a Alemanha, mesmo caso mudasse de ideia, poderia simplesmente ser forçada a participar da união monetária em 1999.

O Tratado especificou os detalhes para a introdução do euro, bem como a data inicial para a segunda etapa do Relatório Delors: 1994. Na segunda etapa, que duraria de 1994 a 1998, o Instituto Monetário Europeu, o precursor do Banco Central Europeu, foi fundado, e os participantes da união monetária foram eleitos. Cinco critérios para a seleção foram negociados e estabelecidos.

1. As taxas de inflação de preços teriam de estar abaixo de um limite, o qual seria determinado pela média dos três aspirantes que apresentassem as menores taxas de inflação + 1,5%.

2. O déficit público dos países não poderia ser maior do que 3% do PIB.

3. A dívida pública total não poderia estar acima de 60% do PIB.

---

[33] Bandulet, *Die letzten Jahre des Euro*, p. 53.

4. As taxas de juros de longo prazo tinham de ficar abaixo de um limite que seria determinado pela média dos três governos que pagassem as menores taxas + 2%.

5. Os países teriam de participar do Sistema Monetário Europeu por pelo menos dois anos e não poderiam desvalorizar suas moedas durante este período.

O cumprimento destes critérios foi facilitado pela vontade política demonstrada em prol do euro. O apoio a uma moeda única em um sistema monetário comum implicava que as taxas de juros iriam convergir. À medida que as expectativas de que um determinado país entraria na zona do euro cresciam, seu governo, por mais endividado que estivesse, começava a pagar juros menores. Da mesma maneira, as taxas de inflação em países altamente inflacionistas também decresciam, uma vez que as pessoas tinham a expectativa de que o euro seria menos inflacionário do que sua moeda nacional.

O governo alemão tentou impor sanções automáticas para o país que violasse os limites estabelecidos para o déficit após o euro ter sido introduzido. Mas Theodor Waigel, o ministro das finanças da Alemanha, não logrou êxito. Nas reuniões de Dublin, em dezembro de 1996, os outros governos rejeitaram as sanções automáticas para aqueles países que extrapolassem o déficit permitido. Em 1º de janeiro de 1997, o arcabouço legal do euro e do Banco Central Europeu foi estabelecido. Os países participantes e os instrumentos monetários do BCE foram determinados no início de 1998.

Finalmente, a terceira etapa do Relatório Delors começou com a introdução oficial do euro em 1º de janeiro de 1999. A taxa de câmbio entre as moedas dos países participantes foi fixada permanentemente. A terceira etapa foi concluída quando, três anos depois, o euro entrou em circulação.

O golpe de estado na Alemanha

A introdução do euro na Alemanha foi algo bastante semelhante a um golpe de estado.[34] O Bundesbank havia apoiado uma proposta feita pelo deputado britânico Nigel Lawson, em 1989, que defendia uma concorrência monetária dentro da Comunidade Europeia, concorrência esta que incluiria uma nova moeda UME (Unidade Monetária Europeia). Haveria treze moedas circulando dentro da União Europeia, sendo todas as treze de curso forçado. Um ano mais tarde, o primeiro-ministro britânico, John Major, fez uma nova tentativa para a Grã-Bretanha: ele propôs que UME fosse uma moeda forte a ser emitida por um banco central europeu e que sofreria a concorrência de todas as outras moedas nacionais.

Mas o governo alemão rejeitou essa proposta britânica, a qual foi a mais próxima de um livre mercado já concebida. Ele preferiu a proposta socialista de uma só moeda fiduciária e de curso forçado para toda a Europa. O governo alemão agiu contra a vontade da maioria dos alemães, os quais queriam continuar com o marco alemão. O governo lançou uma agressiva campanha publicitária, colocando vários anúncios nos

---

[34] Roland Baader, *Die Euro-Katastrophe. Für Europas Vielfalt – gegen Brüssels Einfalt* (Böblingen: Anita Tykve, 1993).

jornais declarando que o euro seria tão estável quanto o marco alemão. O orçamento destinado para essa campanha publicitária saltou de 5,5 para 17 milhões de marcos quando os dinamarqueses votaram contra a introdução do euro.

Os políticos alemães tentaram convencer seus respectivos eleitorados utilizando um argumento absurdo: eles alegaram que o euro era necessário para a manutenção da paz na Europa. O ex-presidente Richard von Weizsäcker escreveu que uma união política implicava uma união monetária sólida, e que tal arranjo seria necessário para se manter a paz, uma vez que posição central exercida pela Alemanha na Europa já havia gerado duas Guerras Mundiais.[35] O social-democrata Günther Verheugen, em um rompante de arrogância e paternalismo típico da classe política, afirmara em um discurso perante o parlamento alemão que "Uma Alemanha forte e unida pode facilmente — como a história nos ensinou — se tornar um perigo para si própria e para os outros".[36] Ambos haviam se esquecido de que, após a reunificação, a Alemanha não mais era tão grande e poderosa quanto havia sido antes da Segunda Guerra Mundial. Também não se deram conta de que a situação era bem diferente em vários outros quesitos. A Alemanha, militarmente, era beme inferior à França e à Grã-Bretanha, e ainda estava ocupada por tropas estrangeiras. E após a guerra, os aliados haviam reeducado os alemães, inculcando-lhes ideias socialistas, progressistas e pacifistas — para repelir qualquer oposição militar.[37]

Acusar implicitamente a Alemanha de ser a responsável pela Segunda Guerra Mundial e de ter obtido ganhos como resultado era uma tática a que a classe política frequentemente recorria. Agora o argumento implícito era o de que, por causa da Segunda Guerra Mundial e mais especificamente por causa de Auschwitz, a Alemanha tinha de abrir mão do marco como uma medida em prol da união política. Paternalismo, acusacionismo e complexo de culpa foram utilizados com perfeição.[38]

---

[35] FAZ 13. April 1992. Weizsäcker, Richard von. 1992. Meilenstein Maastricht, in: Frankfurter Allgemeinen Zeitung at, April 13, 1992

[36] Esse argumento prevalece até os dias atuais, servindo para justificar os pacotes de socorro à Grécia. No dia 8 de julho de 2010, Wolfgang Schäuble fez a seguinte declaração: "Somos o país que está no meio da Europa. A Alemanha sempre esteve no centro de todas as principais guerras na Europa, mas não é do nosso interesse ficarmos isolados." Ver Angela Cullen e Rainer Buergin, "Schäuble Denied Twice by Merkel Defies Doctors in Saving Euro," *Bloomberg* (July 21, 2010), http://noir.bloomberg.com. Ele parece inferir que a Alemanha teve de socorrer a Grécia com o intuito de prever outra guerra europeia.

[37] Sobre a reeducação dos alemães, ver Caspar von Schrenk-Notzing, *Charakterwäsche. Die Re-education der Deutschen und ihre bleibenden Auswirkungen,* 2nd ed., (Graz: Ares Verlag, 2005).

[38] Sobre o sistemático uso de acusações e da imposição do sentimento de culpa feitos pelas elites políticas estrangeiras e nacionais a fim de manipular a população alemã a aceitar os objetivos destas elites, ver Heinz Nawratil, *Der Kult mit der Schuld. Geschichte im Unterbewußtsein* (München: Universitat, 2008). Utilizando um argumento similar, Hans-Olaf Henkel argumenta que o complexo de culpa e os temores gerados pela era nazista fazem com que os políticos alemães até hoje sejam contidos e envergonhados, o que os inibe de defender com firmeza os interesses dos alemães. Ver See Hans-Olaf Henkel, *Rettung unser Geld! Deutschland wird ausverkauft – Wie der Euro-Betrug unseren Wohlstand gefährdet*. (München: Heyne, 2010), p. 30.

De fato, o chanceler alemão Helmut Schmidt, ao comentar sobre o Sistema Monetário Europeu, o predecessor do euro, disse que tal arranjo era parte de uma estratégia para poupar a Alemanha de um fatal isolamento no centro da Europa. Em 1978, ele havia dito à alta cúpula do Bundesbank que a Alemanha precisava da proteção do Ocidente por causa de suas fronteiras com países comunistas. E acrescentou que a Alemanha, como consequência de Auschwitz, ainda estava vulnerável.[39] A Alemanha precisava entrar na OTAN e na Comunidade Europeia, e o Sistema Monetário Europeu era um meio para este fim — assim como o euro também seria mais tarde. Ao reler suas palavras em 2007, Schmidt afirmou que não havia mudado de ideia. Ele continuava crendo que, sem uma moeda unificada, as instituições financeiras alemãs tornar-se-iam líderes no continente, causando inveja e raiva em seus vizinhos, o que geraria consequências políticas adversas para a Alemanha.

Uma ameaça similar de isolamento político ocorreu mais tarde, dentro do contexto da reunificação alemã. Miterrand havia levantado a possibilidade de uma tripla aliança entre a Grã-Bretanha, a França e a União Soviética, bem como um cerco à Alemanha. Somente uma moeda única poderia impedir tal cenário.[40]

Enquanto a classe política alemã tentava convencer o cético povo alemão dos benefícios da moeda única, os acadêmicos do país tentavam persuadir a classe política quanto aos perigos desta mesma moeda única, exortando o governo a não assinar o Tratado de Maastricht. Sessenta economistas assinaram um manifesto em 1992 afirmando, dentre outras coisas, que suas provisões eram muito brandas.[41] Em 1998, 155 professores de economia alemães exigiram um adiamento da implantação da união monetária (mas sem êxito). As estruturas dos países europeus eram diferentes demais para tornar o arranjo viável.[42] Mesmo vários burocratas do Bundesbank se opunham à introdução do euro antes que houvesse uma união política já estabelecida. Eles argumentavam que uma moeda comum deveria ser o fim, e não o meio, de uma convergência econômica. Ao declarar que uma união política seria um pré-requisito necessário para uma união

---

[39] Quoted in Marsh, *Der Euro*, pp. 68-69.

[40] Ver Marsh, *Der Euro*, p. 203.

[41] A revista alemã Der Focus noticiou em 1997 que a comissão da UE havia contratado 170 economistas de todos os países da Europa. Esses economistas tinham a tarefa de convencer a população quanto às vantagens do euro. Ver Günter Hannich, *Die kommende Euro-Katastrophe. Ein Finanzsystem vor dem Bankrott?* (München: Finanzbuch Verlag, 2010), p. 27.

[42] Para um panorama geral e uma discussão sobre os argumentos apresentados por estes economistas, ver Renate Ohr, "The Euro in its Fifth Year: Expectations Fulfilled?" in *The Price of the Euro*, ed. Jonas Ljundberg (New York: Palgrace MacMillan, 2004), pp. 59-70, e Joachim Starbatty, "Sieben Jahre Währungsunion: Erwartungen und Realität," *Tübinger Diskussionsbeitrag* no. 208 (February 2006). Também acadêmicos dos EUA apresentaram argumentos contra a UME e interpretaram tal decisão como meramente política. Ver Barry Eichengreen, "Is Europe an Optimum Currency Area?" *NBER working paper series* no. 3579 (January 1991) e Martin Feldstein, "The Political Economy of the European Political and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability," *Journal of Economic Perspectives* 11 (24, 1997): pp. 23-42. Para uma visão geral acerca da opinião dos economistas americanos, ver Lars Jonung and Eoin Drea, "It Can't Happen, It's a Bad Idea, It Won't Last: U.S. Economist on the EMU and the Euro, 1989-2002," *Econ Journal Watch* 7 (1, 2010): pp. 4-52.

monetária, o Bundesbank tinha a esperança de que o governo francês iria parar de pressionar pela moeda única. Em um ato de desaprovação, o Bundesbank elevou a taxa básica de juros imediatamente após a publicação do Tratado de Maastricht em dezembro de 1991.[43]

Especialistas jurídicos questionaram constitucionalmente a legitimidade do Tratado de Maastricht.[44] O professor de direito Karl Albrecht Schachtschneider argumentou que uma união monetária só poderia funcionar e ser estável se operasse dentro de uma união política. Uma união política, no entanto, significaria o fim do estado alemão, algo por si só inconstitucional. Schachtschneider também demonstrou que a constituição alemã demandava uma moeda estável, algo não alcançável em uma união monetária formada por estados independentes. Os direitos de propriedade também seriam violados em uma união monetária inflacionista.

O tribunal constitucional da Alemanha, contudo, afirmou que o Tratado de Maastricht de fato era constitucional. A corte estipulou que a Alemanha participaria apenas se a moeda fosse estável; ela abandonaria a união monetária caso ela se comprovasse instável.

Finalmente, os políticos alteraram a constituição alemã a fim de permitir que a soberania da moeda nacional fosse transferida para uma instituição supranacional. Tudo isso foi feito sem que a população alemã fosse consultada.

Além do mais, os políticos alemães argumentavam que o euro seria estável por causa de três itens: os critérios de convergência estipulados, a independência do BCE, e as sanções que foram institucionalizadas no pacto de estabilidade e crescimento proposto pelo ministro das finanças da Alemanha, Theo Waigel, em 1995.[45] No entanto, todos estes três argumentos fracassaram.

Os critérios de convergência não foram aplicados automática e rotineiramente, como deveria; e o Conselho da União Europeia ainda podia decidir, com uma maioria qualitativa, quais outros países poderiam entrar na zona do euro. Com efeito, o Conselho acabou por permitir a entrada de países como Bélgica e Itália, mesmo com ambos não cumprindo o critério da limitação da dívida pública a 60% do PIB. Nem a própria Alemanha obedecia a este critério. Ademais, vários países só conseguiram cumprir alguns critérios porque recorreram a truques contábeis que, ou postergavam os gastos para uma contabilidade futura, ou aumentavam as receitas de uma só vez.[46]

---

[43] Ver Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, p. 74 and p. 302.

[44] Os professores universitários alemães Karl Albrecht Schachtschneider, Wilhelm Hank, Wilhelm Nölling e Joachim Starbatty deram entrada em um processo no tribunal constitucional contra a introdução do euro.

[45] O Pacto de Estabilidade e Crescimento cria limites fiscais para as nações pertencentes à zona do euro.

[46] Os truques contábeis incluíam manobras com a Telecom França, com alguns impostos na Itália, com a empresa estatal Treuhand na Alemanha, com as dívidas dos hospitais públicos alemães, e uma tentativa de inflacionar o real valor das reservas de ouro de vários países. Ver James D. Savage, *Making the EMU. The Politics of Budgetary Surveillance and the Enforcement of Maastricht* (Oxford: Oxford University Press, 2005).

Vários países conseguiram satisfazer os critérios apenas para 1997, ano durante o qual os futuros membros da união monetária seriam nomeados. Fora isso, foram muitos os países que só conseguiram satisfazer os critérios porque já era esperado que eles se juntariam à união monetária. Em decorrência disso, suas taxas de juros caíram, reduzindo o fardo da dívida e dos déficits, o que impactou positivamente seus orçamentos.

O Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) não era rígido como Theo Waigel queria. Quando finalmente foi promulgado, em 1997, ele já havia perdido boa parte de seu poder disciplinar. O resultou fez com que Anatole Kaletsky comentasse no *The Times* que o formato final do Tratado de Maastricht representava a terceira rendição da Alemanha à França no período de um século, citando também o Tratado de Versalhes e o Acordo de Potsdam.[47]

Waigel queria limites mais rigorosos do que aqueles estipulados por Maastricht. Ele queria restringir os déficits públicos a 1%, e exigiu sanções monetárias automáticas para os governos que violassem esse limite. As receitas oriundas dessas multas seriam distribuídas entre os membros da união monetária. No entanto, após o governo francês se opor à medida, as sanções não se tornaram automáticas, mas sim dependentes de decisões políticas, e ficou decidido que as receitas iriam para a União Europeia.

A Comissão da União Europeia era a responsável pelo monitoramento do Pacto de Estabilidade e Crescimento.[48] Porém, mesmo dentro da comissão não havia um apoio resoluto ao PEC. O presidente da Comissão Europeia, Romano Prodi, descreveu as provisões do pacto como “estúpidas”. No caso de eventuais violações às provisões do pacto, o PEC determina que a Comissão dê recomendações para o Conselho Para as Questões Econômicas e Financeiras (EconFin). O EcoFin é formado pelos ministros das finanças da União Europeia e, por determinação estatutária, deve se reunir uma vez por mês. Ao receber as recomendações da Comissão, o EcoFin decide, com uma maioria qualitativa, se os critérios do PEC estão sendo cumpridos ou não. Ato contínuo, ele deve emitir um comunicado alertando ou anunciando a existência de déficits excessivos. O EcoFin oferece recomendações para se reduzir os déficits. Se o governo infrator não seguir essas recomendações e continuar desobedecendo aos critérios, será necessária uma maioria de dois terços para se estabelecer sanções. As multas podem chegar 0,5% do PIB.

Ou seja, eram os pecadores que decidiam se eles próprios seriam punidos. Se vários países não conseguissem cumprir os critérios, eles poderiam facilmente fazer um acordo e apoiarem-se mutuamente, bloqueando as sanções. Nenhum país até hoje foi punido por não ter cumprido os requisitos.

Em novembro de 2003, o EcoFin dispensou a França e a Alemanha das sanções recomendadas pela Comissão. Isso desencadeou uma discussão a respeito da eficácia do PEC, o qual, desde então, entrou em espiral descendente, tornando-se cada vez mais

---

[47] Bandulet, *Die letzten Jahre des Euro*, p. 84.

[48] Ver Roy H. Ginsberg, *Demystifying the European Union. The Enduring Logic of Regional Integration* (Plymouth, UK: Rowman & Littlefield, 2007), p. 249.

enfraquecido. Finalmente, ele foi abolido no dia 20 de março de 2005. Naquele ano, a Alemanha havia violado o limite de 3% para o déficit público pela terceira vez seguida. Como consequência, o EcoFin enfraqueceu o PEC ainda mais ao definir várias situações que justificariam uma elevação dos gastos e uma consequente violação do limite de 3%: catástrofes naturais, PIB em queda, recessões, gastos com inovação e pesquisa, investimentos públicos, gastos com solidariedade internacional e com questões políticas europeias, e reformas previdenciárias.[49]

Esta reforma significou uma carta branca para os déficits. Dado que eram os próprios políticos que decidiam se as sanções do PEC deveriam ou não ser aplicadas, os países deficitários jamais foram punidos. Os políticos posteriormente justificaram esse seu comportamento simplesmente diluindo o PEC e efetivamente abolindo-o.

A independência do BCE também é questionável. Nenhum banco central é totalmente independente. Presidentes de bancos centrais são nomeados por políticos e seus mandatos estão sujeitos a mudanças implementadas pelo Congresso.

No caso europeu, os políticos sempre foram muito francos a respeito da "independência" do BCE. François Mitterrand afirmava abertamente que o BCE executaria as decisões econômicas do Conselho da União Europeia. Na concepção dos políticos franceses, o Conselho da União Europeia controla o BCE. Fernand Herman, membro belga do Parlamento Europeu, exigiu que o banco central seguisse as ordens do Conselho e do Parlamento, e ao mesmo tempo garantisse a estabilidade de preços.

O Tratado de Maastricht também estabeleceu que intervenções estratégicas na taxa de câmbio do euro devem ser determinadas por políticos e não pelo BCE. O governo francês chegou até mesmo a exigir que fossem os políticos quem decidisse qual seria a política de curto prazo para o câmbio. Mas a ideia não vingou. Ainda assim, uma decisão guiada por pressão política que 'conclua' que o euro está sobrevalorizado e que, portanto, deve ser depreciado vai totalmente contra a operação autônoma de um banco central garantidor da estabilidade. Ela solapa a autonomia do BCE.

Diferenças entre o Bundesbank e o BCE

Apesar das seguidas garantias oferecidas pelos políticos alemães de que o BCE seria uma cópia do Bundesbank — desta forma exportando a estabilidade alemã para o resto da Europa, fazendo inclusive com que sua sede fosse em Frankfurt —, ambos são bastante distintos.

Desde os primórdios, havia dúvidas quanto à independência do BCE. Seu primeiro presidente, Wim Duisenberg, "voluntariamente" abdicou do cargo ainda na metade do seu mandato para entregar a presidência ao seu sucessor francês, Jean-Claude Trichet. Antes da introdução do euro, Trichet, um engenheiro por treinamento e um estatista por convicção, já havia se pronunciado rigorosamente contra a "independência" do BCE. Do ponto de vista do governo francês, a "independência" formal do BCE era apenas um meio necessário para fazer com que o governo alemão concordasse com uma união

---

[49] Bandulet, *Die letzten Jahre des Euro*, p. 97.

monetária.[50] Se necessário, o BCE poderia ser utilizado como ferramenta política. De fato, esta era a intenção dos políticos franceses. Mitterrand havia anunciado, antes do referendo francês para o Tratado de Maastricht, que a política monetária europeia não seria ditada pelo BCE. A França imaginava que o BCE, em última instância, seguiria ordens da esfera política.[51]

Uma importante diferença é a prestação de contas das duas instituições. O Bundesbank gerencia a política monetária alemã diretamente. Dado que a população alemã, por traumas históricos, é bastante avessa à inflação, para os políticos alemães seria suicídio político tentar influenciar o Bundesbank a criar mais inflação, ou mesmo ameaçar sua independência. Uma maior inflação de preços faria com que os eleitores punissem os políticos e retirassem seu apoio ao Bundesbank. Era exatamente no apoio da população alemã que o poder do Bundesbank se alicerçava, e não no dos políticos. Em contraste, se há inflação de preços na zona do euro, tanto o Bundesbank quanto os políticos alemães podem tirar o corpo fora dizendo que eles até se opuseram às medidas monetárias inflacionistas, mas foram voto vencido perante seus colegas europeus, bem mais numerosos. Eles podem, portanto, culpar terceiros pela elevação dos preços. E a população alemã não pode, como punição, eleger outros membros para a Comissão da União Europeia, simplesmente porque tais pessoas não são eleitas pelo público.[52]

A diferença entre as duas instituições pode ser vista quando se compara suas funções oficiais. A *Bundesbankgesetz* (constituição do Bundesbank, formulada em 1957) estabelece a garantia da segurança da moeda como sendo a principal tarefa do Bundesbank (*Währungssicherheit*), ou seja, a estabilidade de preços. Já a tarefa do BCE é mais ambiciosa. O Tratado de Maastricht declara que seu principal objetivo deve ser o de “manter a estabilidade de preços”. Porém, “sem prejuízo ao objetivo da estabilidade de preços, o [eurossistema] deve dar apoio às políticas econômicas gerais da Comunidade”.[53] Este acréscimo é resultado da pressão do governo francês, o qual sempre quis exercer controle político direto sobre a impressora de dinheiro. Isso significa que, se as taxas oficiais de inflação de preços estiverem baixas, o BCE pode — e na realidade deve — imprimir dinheiro com o intuito de sustentar as políticas

---

[50] See Marsh, *Der Euro*, p. 287.

[51] Assim, Feldstein, em “The Political Economy,” p. 38, afirma: “A França reconhece que a instituição da UME irá se expandir ao longo do tempo e, por isso, faz contínua pressão para que alguma instituição política (um ‘governo econômico’) exerça controle sobre o BCE. E já houve um significativo progresso neste sentido”. Mitterrand disse literalmente: “Ouve-se dizer que o Banco Central Europeu será o mestre das decisões. Não é verdade! A política econômica pertence ao Conselho Europeu e a aplicação da política monetária é tarefa do Banco Central [Europeu], sempre dentro do arcabouço criado pelas decisões do Conselho Europeu . . . As pessoas que irão determinar a política econômica, da qual a política monetária é apenas um meio para sua implementação, são os políticos.” Citado em Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, p. 142. Ver também a p. 248.

[52] Ver Stefan Homburg, "Hat die Währungsunion Auswirkungen auf die Finanzpolitik?", in Franz-Ulrich Willeke. Ed. *Die Zukunft der D-Mark. Eine Streitschrift zur Europäischen Währungsunion (* München: Olzog, 1997), pp. 93-108.

[53] Ver Tommaso Padoa-Schioppa, *The Euro and its Central Bank* (Cambridge: MIT Press, 2004), para mais detalhes sobre as funções e estratégias do BCE.

econômicas que estiverem sendo praticadas. Se a inflação de preços estiver baixa e houver desemprego, o BCE deve afrouxar sua postura monetária.

Curiosamente, a interpretação do BCE sobre estabilidade de preços é um tanto permissiva: estabilidade significa preços em ascensão, desde que moderadamente. Antes de 2003, o BCE tinha como meta para a inflação de preços uma banda entre zero e 2%. Devido ao amplo temor de deflação, o BCE decidiu abolir o zero da meta.[54] Em maio de 2003, o BCE explicitou sua tendência inflacionista ao elevar sua meta para algo abaixo de 2%. Ao mesmo tempo, o BCE reduziu a importância dada ao crescimento monetário, até então um de seus pilares. O controle do crescimento monetário deixou de ser um fim mediador e se tornou um indicador das políticas do Banco.

O legado do Bundesbank foi novamente solapado em 2006 quando a direção do departamento de pesquisa do BCE foi retirada de Otmar Issing, um alemão conservador, e entregue a Lukas Papademos, um socialista grego que acredita que a inflação de preços não é um fenômeno monetário, mas sim um causado pelo baixo desemprego.[55] No primeiro semestre de 2011, o desmantelamento do Bundesbank prosseguiu com a demissão de Axel Weber. Weber vinha repetidamente criticando a política inflacionária do BCE, combatendo uma supremacia de interesses inflacionistas de uma aliança de países latinos liderados pela França. Quando se tornou claro que ele não mais conseguiria levar a cabo sua filosofia típica do Bundesbank, ele se demitiu do cargo de presidente do Bundesbank e se retirou da disputa (era o favorito) para ser o próximo presidente do BCE. A influência do Bundesbank sobre o BCE foi ainda mais erodida.

A mais importante diferença entre os dois bancos é que o BCE baseia-se em dois pilares, ao passo que o Bundesbank se apoiava em apenas um. O Bundesbank se concentrava na evolução dos agregados monetários, isto é, na inflação da oferta monetária. Qualquer desvio de suas metas inflacionárias, expressas pelos agregados monetários, sempre era corrigida.

Já o BCE possui um segundo pilar. Ele também se baseia na análise de indicadores econômicos ao tomar suas decisões de política monetária. Estes indicadores econômicos incluem a evolução dos salários, as taxas de juros de longo prazo, a taxa de câmbio, índices de preços, pesquisas de confiança do consumidor e das empresas, números da produção, evoluções fiscais etc. O BCE, portanto, possui mais poderes discricionários do que o Bundesbank, e pode utilizar a impressora de dinheiro para fazer "estabilizações econômicas". Mesmo se os agregados monetários estiverem crescendo mais rapidamente do que o planejado, o BCE pode argumentar dizendo que os indicadores econômicos permitem uma política expansionista. Ele possui vários indicadores para escolher como justificativa.

---

[54] Sobre o medo irracional da deflação e os vários argumentos errôneos levantados contra ela, ver Philipp Bagus, "Deflation – When Austrians Become Interventionists," *Quarterly Journal of Austrian Economics* 6 (4, 2003): pp. 19-35, e "Five Common Errors about Deflation," *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política* 3 (1, 2006): pp. 105-23.

[55] Ver Roland Vaubel, "The Euro and the German Veto," *Econ Journal Watch* 7 (1, 2010): p. 87. Papademos viria a ser primeiro-ministro da Grécia em 11 de novembro de 2011.

Outra razão de o BCE não querer uma baixa inflação é que nenhum banco central quer entrar para a história como um gerador de recessões. Uma recessão na parte sul da Europa gera pressões imensas sobre o BCE para que ele reduza as taxas de juros, mesmo que isso possa arriscar a estabilidade monetária.

5. Por que os países de alta inflação queriam o euro

Livrando a Europa do marco alemão

Os governos dos países latinos, especialmente o da França, consideravam o euro uma eficiente maneira de se livrar do odiado marco alemão.[56] Antes da introdução do euro, o marco alemão era o estandarte que desnudava e deixava explícitas todas as malversações monetárias dos governos irresponsáveis da região. Embora o Bundesbank fosse ele próprio uma instituição inflacionista, ele criava dinheiro a uma taxa bem menor que a dos países altamente inflacionistas da região — especialmente do sul da Europa —, os quais utilizavam seus respectivos bancos centrais para financiar seus déficits. A taxa de câmbio de uma moeda em relação ao marco alemão servia como um critério de comparação para os cidadãos daqueles países. Os governos dos países altamente inflacionistas temiam essa comparação com o Bundesbank. O euro, portanto, era uma maneira de acabar com as constrangedoras desvalorizações de suas moedas perante o marco.

Os governos dos países altamente inflacionistas não temiam o recém-estabelecido Banco Central Europeu. Embora o novo banco central tivesse sido criado, ao menos em teoria, como sendo uma cópia do Bundesbank, na prática ele poderia ser submetido a pressões políticas, sendo gradualmente transformado em um banco central mais parecido com aqueles dos países latinos. E a realidade é que hoje são os países do sul da Europa que detêm o controle efetivo do BCE. O conselho do BCE é composto pelos diretores do BCE e pelos presidentes dos bancos centrais nacionais. Todos têm o mesmo voto. A Alemanha e os países do norte, que tradicionalmente sempre tiveram moeda forte, como Holanda, Luxemburgo e Bélgica, detêm uma minoria dos votos contra países como Itália, Portugal, Grécia, Espanha e França, cujos governos são menos avessos a déficits. Esses países latinos sempre tiveram sindicatos poderosos e um alto grau de endividamento, o que os torna inerentemente propensos à inflação.

O euro foi vantajoso para os países latinos porque sua inflação poderia agora ser conduzida sem que houvesse qualquer evidência direta de uma apreciação do marco alemão. A inflação prosseguiria impávida, só que agora estaria mais oculta. Quando os preços começassem a subir, seria relativamente mais fácil jogar a culpa em determinadas indústrias. Políticos poderiam, por exemplo, dizer que a gasolina está encarecendo porque a taxa de extração de petróleo chegou ao limite. Por outro lado, se o preço da gasolina subisse e ao mesmo tempo houvesse uma desvalorização da moeda em relação a outras, seria mais difícil para os políticos culparem as petrolíferas pelo aumento nos preços. Desvalorizações acompanhadas de uma maior inflação de preços poderiam facilmente fazer com que políticos perdessem eleições. E as desvalorizações em relação ao marco alemão desapareceram com a introdução do euro.

---

[56] Como afirmou Connolly em *The Rotten Heart of Europe*, p. 4, em 1995: "Para a elite francesa, o dinheiro não é o lubrificante da economia, mas sim a mais poderosa alavanca de poder. Para eles, a captura do Bundesbank é, portanto, o prêmio máximo a ser obtido nessa guerra monetária europeia".

Giscard d'Estaing, criador do grupo lobista em prol do euro, declarou em junho de 1992 que o BCE iria finalmente colocar um fim na supremacia monetária da Alemanha[57]. O que ele quis dizer com isso é que aquela evidência incontestável de que outros países estavam inflacionando — e com isso sendo expostos pela desvalorização de suas moedas em relação ao marco alemão — finalmente desapareceria. Ele acrescentou dizendo que o BCE deveria ser utilizado para a implementação de 'políticas macroeconômicas que visassem ao crescimento das economias'; em outras palavras, inflação. Similarmente, Jacques Attali, conselheiro de Mitterrand, admitiu que o Tratado de Maastricht foi apenas um contrato complicado cujo propósito era o de livrar a Europa do marco. Tal objetivo também era visado pelos italianos e por outros países da região.[58]

Prestígio

Uma vez que o BCE foi baseado no modelo do Bundesbank, os países mais inflacionistas herdaram parte de seu prestígio. A criação do BCE foi similar a uma fusão imaginária entre as montadoras Fiat e Daimler-Benz, na qual os alemães assumem a gerência e o controle de qualidade. Embora a administração majoritária seja alemã, as fábricas da Fiat ainda estão na Itália. Os custos de se desfazer essa fusão, no entanto, são imensos. Embora o arranjo certamente seja bom para a Fiat, ele não é tão bom para a própria Daimler-Benz.

O resultado da introdução do euro foi a expectativa de uma moeda mais estável para os países do sul da Europa. Consequentemente, as expectativas inflacionárias caíram nestes países. Quando as expectativas inflacionárias são altas, as pessoas reduzem sua demanda por moeda (isto é, reduzem a quantidade de moeda que estão dispostas manter em suas possas) e começam a gastar comprando bens, pois creem que os preços estarão consideravelmente mais altos no futuro. Quando as expectativas inflacionárias caem, as pessoas aumentam marginalmente sua demanda por moeda — isto é, reduzem seus gastos —, o que leva a uma redução da inflação de preços. Esta é uma das razões por que as taxas de inflação de preços nos países do sul da Europa diminuíram antes mesmo de o euro ter sido introduzido. A expectativa associada à introdução do euro reduziu as expectativas inflacionárias, ajudando estes países a cumprir o critério de Maastricht, o qual exigia taxas de inflação menores.

Como no caso da fusão entre Daimler e Fiat, para a Alemanha o euro significou uma diluição da força e solidez de sua moeda. O que a Alemanha temia era que o euro fosse menos estável do que o marco alemão, estimulando assim expectativas inflacionárias. O governo alemão estava, com efeito, utilizando o prestigio monetário do Bundesbank em benefício dos países-membros inflacionistas e em detrimento de toda a população alemã.

Senhoriagem socializada

---

[57] Citado em Baader, p. 207.

[58] Ibid., p. 208. Ver também Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, p. 386,

Alguns países, especialmente a França, obtiveram ganhos à custa dos alemães devido à socialização da riqueza gerada pela senhoriagem.[59] Senhoriagem são os lucros líquidos resultantes da utilização da impressora de dinheiro. Quando um banco central cria dinheiro e aumenta a base monetária, ele compra ativos, muitos dos quais rendem-lhe juros. Por exemplo, um banco central pode utilizar esse dinheiro recém-criado para comprar títulos da dívida de um governo. A renda líquida, para o banco central, resultante do pagamento dos juros destes títulos feito pelo governo é a senhoriagem, e é repassada, ao final do ano, para o próprio governo. Como resultado da introdução do euro, a senhoriagem foi socializada na UME. Os bancos centrais nacionais teriam agora de repassar suas receitas decorrentes de juros para o BCE. O BCE, ao final do ano, remeteria seus próprios lucros para os governos da zona do euro. Pode-se imaginar que esse seria um jogo de soma zero. Mas não é. O BCE remete seus lucros para os bancos centrais nacionais baseando-se não nos ativos em posse de cada um destes bancos centrais, mas sim no capital que cada um deles possui junto ao BCE. Esse capital, por sua vez, é baseado na população e no PIB de cada país, e não nos ativos destes bancos centrais nacionais.

Por exemplo, o Bundesbank produzia mais dinheiro (base monetária) em relação à sua população e PIB do que a França, basicamente porque o marco alemão era uma moeda de reserva internacional e era utilizada em transações internacionais. Após a introdução do euro, o Bundesbank detinha mais ativos que rendiam juros em relação à sua população e PIB do que a França. Consequentemente, o Bundesbank remetia para o BCE relativamente mais receitas oriundas de juros do que a França, as quais eram então redistribuídas para os bancos centrais nacionais baseando-se em números populacionais e do PIB. Embora esse esquema fosse desvantajoso para Alemanha, Áustria, Espanha e Holanda, ele era benéfico para a França. Com efeito, os lucros do Bundesbank remetidos de volta para o governo alemão caíram após a introdução do euro. Nos dez anos anteriores à introdução da moeda única, o Bundesbank obteve €68,5 bilhões em lucros. Nos primeiros dez anos após a introdução do euro, o lucro caiu para €47,5 bilhões.

Taxas de juros menores

A introdução do euro reduziu as taxas de juros nos países do sul da Europa, especialmente para os títulos de seus governos. As pessoas e os governos destes países passaram a pagar juros menores sobre suas dívidas. Os investidores começaram a comprar um maior volume de títulos das dívidas destes países periféricos, o que elevou seus preços e consequentemente reduziu seus juros. Foi um arranjo lucrativo porque era esperado que aqueles títulos ainda denominados em liras, pesetas, escudos e dracmas seriam finalmente quitados em euros.

Essa redução nas taxas de juros permitiu que alguns países reduzissem suas dívidas e com isso cumprissem os critérios de Maastricht. As taxas italianas, por exemplo, foram

---

[59] Ver Hans-Werner Sinn and Holger Feist, "Eurowinners and Eurolosers: The Distribution of Seignorage Wealth in the EU," *European Journal of Political Economy* 13 (1997): pp. 665-689. A socialização da renda advinda da senhoriagem dentro do sistema do euro é especificada no Artigo 32 do Protocolo 18 do Estatuto do Sistema Europeu dos Bancos Centrais e dos Bancos Centrais Europeus do Tratado de Maastricht.

reduzidas substancialmente, permitindo que o governo reduzisse seus gastos com o pagamento de juros. Em 1996, a Itália havia despendido aproximadamente €110 bilhões com o pagamento de juros sobre suas dívidas, ao passo que em 1999 esse valor havia caído para €79 bilhões.[60]

As taxas de juros dos países do sul caíram essencialmente por dois motivos. Primeiro, as taxas de juros foram reduzidas à medida que as expectativas inflacionárias, em decorrência do prestígio do Bundesbank, iam diminuindo. Esse prestígio do Bundesbank parcialmente transferido para o BCE levou a menores despesas com o pagamento de juros, o que por sua vez permitia juros ainda menores para a rolagem da dívida. Segundo, os adicionais de risco embutidos nas taxas de juros também diminuíram. Com o euro, foi introduzida uma moeda que tinha o objetivo de ser um passo rumo à integração política da Europa. O euro foi introduzido supostamente por um período de tempo indefinido. A dissolução da zona do euro não era algo legítimo, e seria considerado um enorme prejuízo político. A expectativa era a de que as nações mais robustas socorreriam as nações mais debilitadas caso necessário.[61] Como agora usufruíam de uma garantia implícita para suas dívidas, vários países passaram a pagar juros menores porque o risco de um calote havia sido reduzido.

Dado que a Alemanha e outros países estavam implicitamente garantindo a dívida das nações mediterrâneas, a redução das taxas de juros destes países não estava em sintonia com o verdadeiro risco de calote apresentado por estes países. O governo alemão, por conseguinte, agora tinha de pagar taxas de juros mais altas sobre sua dívida, justamente para compensar esse risco de calote dos outros países. Os mercados normalmente punem de maneira severa uma indisciplina orçamentária, com taxas de juros mais altas e uma depreciação da moeda. A União Monetária Europeia levou a um adiamento dessa punição.

Como consequência da esperada entrada na união monetária, as taxas de juros convergiram para níveis alemães, como pode ser visto no gráfico 1. De 1995 em diante, tornava-se cada vez mais certo que os países mediterrâneos (com exceção da Grécia, que só entraria em 2001) participariam da união monetária a ser criada em 1999.

---

[60] Wilhelm Hankel, Wilhelm Nölling, Karl A. Schachtschneider and Joachim Starbatty, *Die Euro-Illusion. Warum Europa scheitern muß* (Hamburg: Rowohlt, 2001), p. 94.

[61] Teoricamente, países como a Grécia poderia dar um calote sem sair da UME. Entretanto, isso seria considerado uma catástrofe política e provavelmente implicaria o fim de qualquer progresso rumo a um estado central europeu.

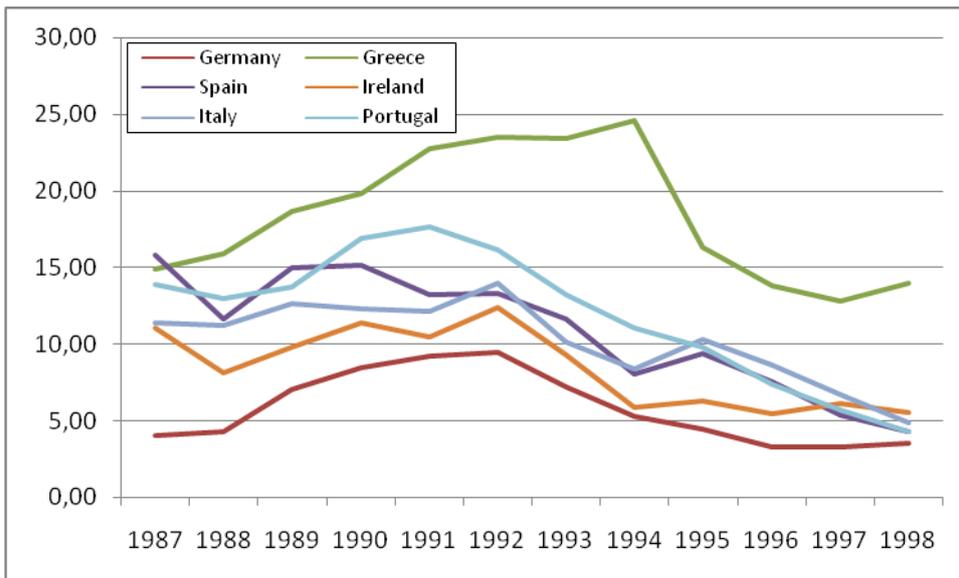



Gráfico 1: Taxas de juros nominais para os títulos de três meses da Alemanha, da Grécia, da Espanha, da Irlanda, da Itália e de Portugal (1987-1998)

Fonte: Eurostat

As taxas de juros caíram mesmo com a poupança real não tendo aumentado. A redução das expectativas inflacionárias também influenciou na redução do adicional de inflação que sempre é embutido nos juros. Essas taxas de juros mais baixas fizeram com que os preços dos bens de capital subissem. Como consequência, ocorreu uma bolha imobiliária em vários países mediterrâneos. O crédito era farto e barato, e foi utilizado para comprar e construir imóveis. Essa bolha imobiliária foi alimentada pela política monetária expansionista que durou até 2008, quando a crise global levou a um colapso do hiperdimensionado mercado imobiliário.

Mais importações e um maior padrão de vida

Os países mais inflacionistas herdaram uma moeda forte da Alemanha e, consequentemente, puderam desfrutar um volume maior de importações e um mais alto padrão de vida. Ainda que os governos dos países latinos não tenham reduzido seus gastos significativamente, o euro permaneceu relativamente forte nos mercados internacionais durante os primeiros anos de sua existência. O euro se manteve forte devido ao prestígio do Bundesbank, à configuração institucional do BCE e às robustas exportações alemãs (e de outros países do norte europeu), as quais aumentaram a demanda por euros.

A Alemanha sempre teve a tradição de apresentar superávits em sua conta corrente — isto é, suas exportações excedem as importações devido à sua alta eficiência e competitividade. Os alemães pouparam e investiram, aprimorando sua produtividade. Ao mesmo tempo, os salários aumentaram moderadamente. O resultante superávit de exportações indicava que os alemães utilizavam essas reservas estrangeiras para viajar e investir em outros países. Os alemães adquiriram ativos em países estrangeiros que

poderiam ser vendidos em caso de emergência. O resultado foi uma valorização do marco em relação aos outros países do mundo.

Ao longo dos anos, o marco alemão tendia a se apreciar devido aos aumentos de produtividade que ocorriam na Alemanha. O marco se tornou o símbolo do milagre econômico alemão. A valorização do marco nos mercados internacionais de câmbio barateou as importações para os alemães. Commodities e outros insumos necessários para os processos de produção de alta qualidade da Alemanha puderam ser importados a preços baixos. Da mesma maneira, férias e investimentos em outros países também se tornaram baratos. O padrão de vida dos alemães aumentou substancialmente. Esse mecanismo de aumento da produtividade levando a mais exportações e gerando uma apreciação da moeda ainda ocorre na Alemanha da União Monetária Europeia.

Mas na região sul da UME, ocorre o oposto. Lá, a produção é menos eficiente, em termos relativos. O consumo aumentou no sul da Europa após a introdução do euro, e foi estimulado pela redução artificial das taxas de juros. A poupança e o investimento não aumentaram tanto quanto aumentaram na Alemanha, de modo que os aumentos na produtividade praticamente não ocorreram. Ademais, o dinheiro impresso pelo BCE foi primeiramente para os países periféricos, onde serviu para elevar os salários. Os aumentos salariais no sul da Europa foram maiores do que os da Alemanha, o que levou a uma perda de competitividade daquela região, a um excesso de importações em relação às exportações e a uma tendência de depreciação da moeda.

Como podemos ver nos gráficos 2 e 3, a competitividade dos países do mediterrâneo e da Irlanda diminuiu substancialmente desde a introdução do euro. Ao mesmo tempo, a competitividade da Alemanha e até mesmo da Áustria aumentou. Desde a introdução do euro, a competitividade da Alemanha, mensurada pelo indicador de custos por unidade de trabalho (custos trabalhistas divididos pela produção total) fornecido pelo BCE, aumentou 13,7% desde o momento da implementação do euro até 2010. Durante esse mesmo período, Grécia, Irlanda, Espanha e Itália perderam competitividade: 11,3%, 9,1%, 11,2% e 9,4%, respectivamente.[62] De acordo com os números fornecidos pelo BCE, a Alemanha, que apresentou um indicador de competitividade de 88,8 no primeiro trimestre de 2010, é substancialmente mais competitiva que a Irlanda com 118,7, a Grécia com 108,8, e Espanha e Itália com 111,6 cada.

[62] Não há dados disponíveis para Portugal. Deve-se observar que não se pode analisar esses dados ao pé da letra, pois podem conter erros substanciais. Os dados apresentam um alto nível de agregação. Não obstante, dados podem indicar tendências.

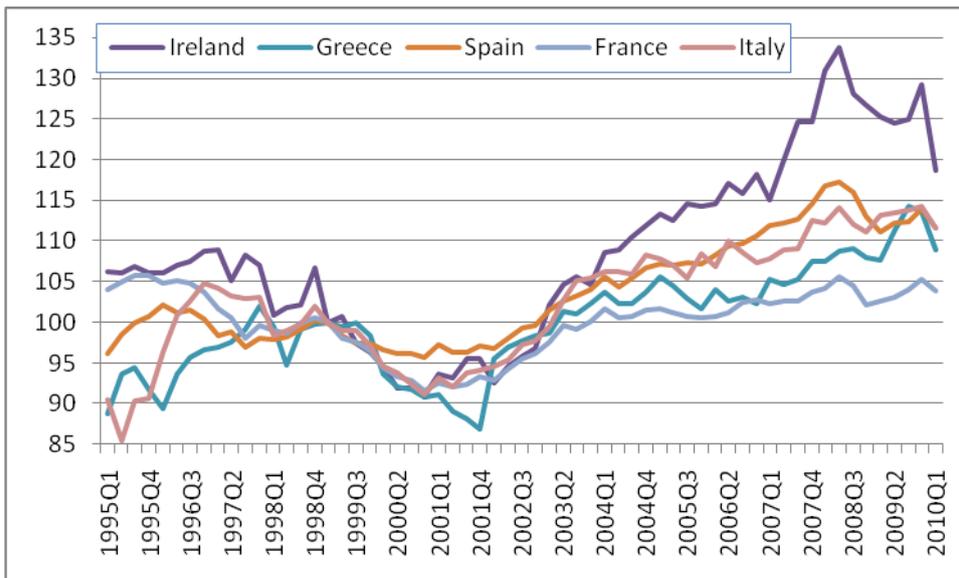



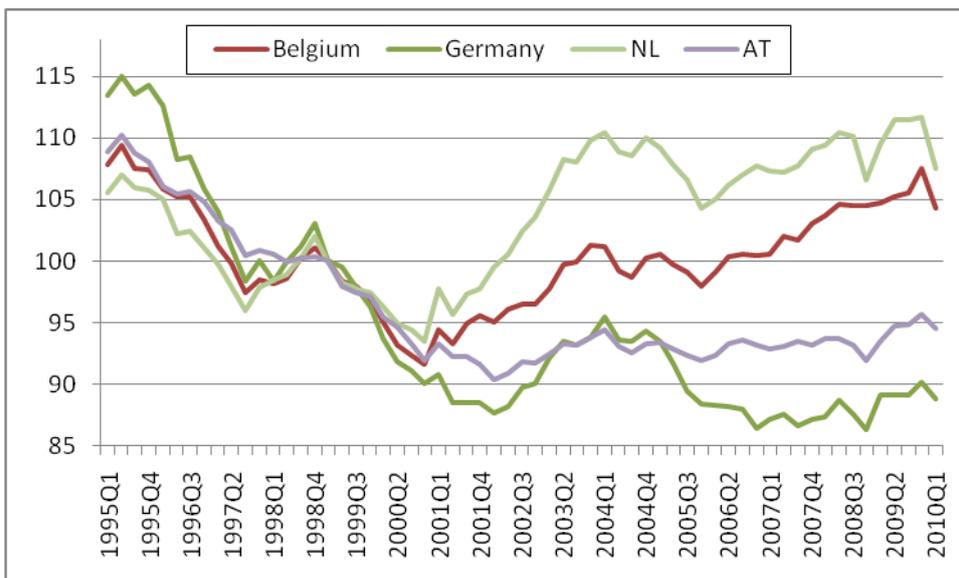
Gráfico 2: Indicadores de competitividade baseados em custos da unidade de trabalho (salários dividido pela produção total) para países do Mediterrâneo e a Irlanda, 1995-2010 (1º trimestre de 1999 = 100)

Fonte: BCE (2010)

Gráfico 3: Indicadores de competitividade baseados em custos da unidade de trabalho (salários dividido pela produção total) para Bélgica, Holanda, Áustria e Alemanha, 1995-2010 (1º trimestre de 1999 = 100)

Fonte: BCE 2010

Antes da introdução do Euro, países latinos que apresentavam salários crescentes, sindicatos poderosos e mercado de trabalho inflexível também perderam competitividade em relação à Alemanha. Entretanto, antes da moeda única, tais países

recorriam à inflação monetária e à desvalorização de suas moedas para readquirir competitividade internacional, pois tais práticas geravam uma redução dos salários reais. Ao mesmo tempo, faziam com que as importações se tornassem mais caras.

Quando o marco alemão foi substituído pelo euro, o excesso de exportações da Alemanha foi parcialmente compensado pelo excesso de importações das nações do sul. Superávits e déficits comerciais nas nações da zona do euro podem ser vistos no gráfico 4.

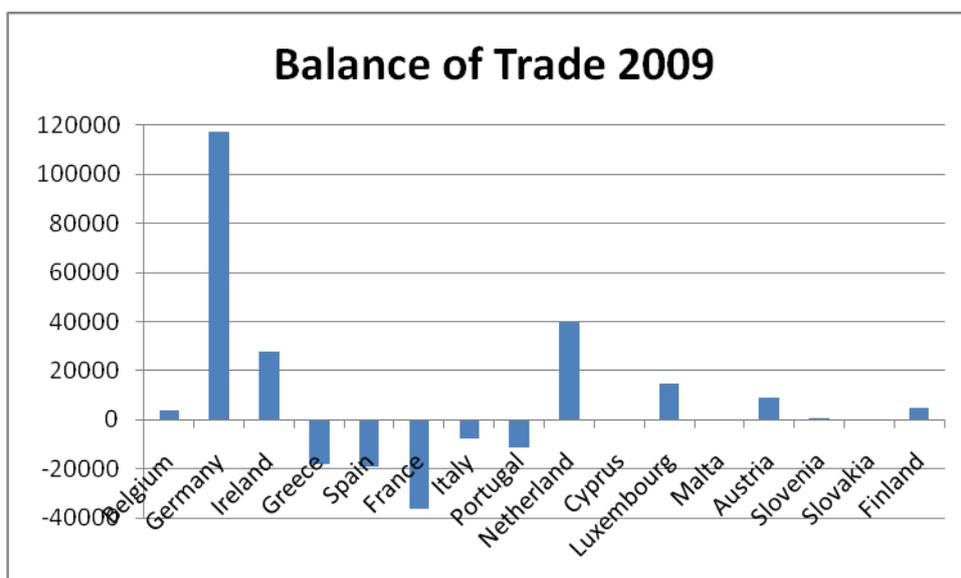



Gráfico 4: Balança comercial de 2009 (em milhões de euros)

Fonte: Eurostat 2010

No gráfico 5, pode-se ver que o superávit da balança comercial da Alemanha aumentou nos últimos anos em decorrência do aumento de competitividade estimulado pelo aumento do déficit da balança comercial de outros países. Com efeito, os superávits comerciais da Alemanha mais do que compensaram os tradicionais déficits comerciais de Portugal, Espanha, Itália e Grécia.

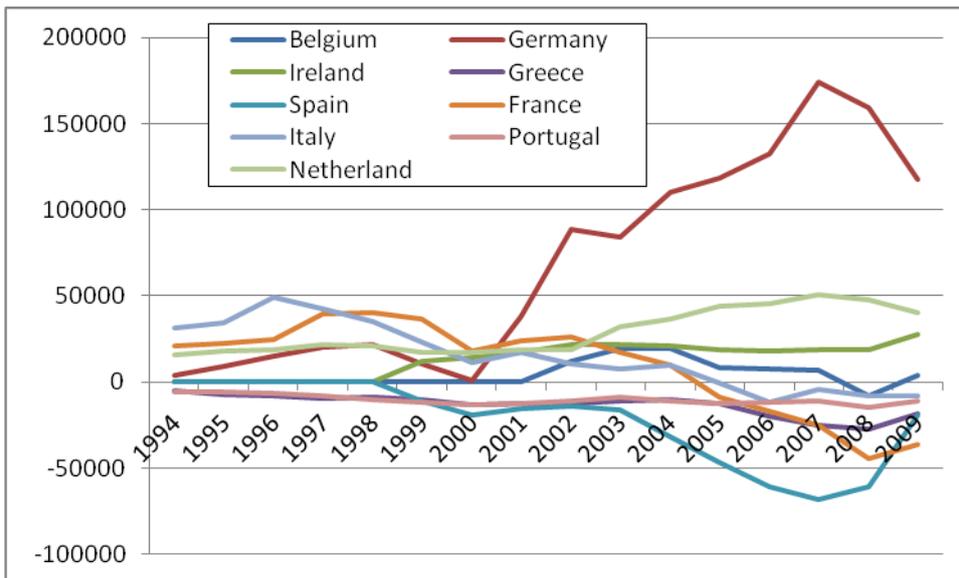



Gráfico 5: Balança comercial 1994-2009 (em milhões de euros)

Fonte: Eurostat 2010

Déficits comerciais duradouros impactam negativamente o valor da moeda. Um déficit na balança comercial implica que há um superávit em outras partes do balanço de pagamentos. Pode haver transferências financeiras para o país deficitário (com o dinheiro entrando na rubrica 'conta capital'), ou o país pode simplesmente aumentar seu endividamento externo. Neste caso, se não houver uma quantidade substantiva de transferências financeiras, um déficit comercial implica que está havendo uma acumulação de dívidas deste país em mãos (públicas ou privadas) estrangeiras.

Por esse prisma, não é irrelevante se as dívidas estão em posse de um cidadão desse país ou de um estrangeiro. As dívidas do governo japonês estão majoritariamente em mãos de cidadãos ou de bancos japoneses. As dívidas dos governos grego e espanhol estão majoritariamente em posse de bancos estrangeiros por causa de seus déficits comerciais. Isso ocorre porque, quando há um déficit comercial, o país estrangeiro (o exportador) recebe moeda do país importador, a qual ele utiliza para reinvestir neste país importador — e geralmente o investimento se dá em títulos do governo deste país. Os gregos não pouparam o suficiente para poder comprar os títulos da dívida de seu próprio governo, preferindo ao invés disso gastar importando mais bens e serviços do que exportavam. Os bancos estrangeiros financiaram essa farra consumista comprando títulos da dívida grega, fornecendo desta forma o dinheiro necessário para as importações.

O governo japonês pode forçar seus bancos a comprar seus títulos, ou impedir que eles os vendam, porque estão dentro da jurisdição japonesa. Já o governo grego não pode obrigar os bancos estrangeiros a manter em sua posse os títulos do governo grego. Tampouco pode o governo grego obrigar os bancos estrangeiros a continuar comprando títulos gregos para assim continuarem financiando seu déficit orçamentário. Se os bancos estrangeiros pararem de comprar — ou começarem a vender — títulos do

governo grego, o governo poderá ter de dar o calote em sua dívida. Desta forma, déficits comerciais e o resultante aumento da dívida externa por eles gerado podem deixar uma moeda vulnerável, ao passo que superávits comerciais e posições externas líquidas tendem a tornar uma moeda mais forte.

A evolução do euro empalidece quando comparada a qual teria sido a evolução do marco alemão. Importações e o padrão de vida na Alemanha não aumentaram tanto quanto teriam aumentado caso o marco alemão fosse mantido. Com efeito, as vendas reais no varejo na Alemanha foram menores do que as vendas ocorridas em outras nações industrializadas, como pode ser visto no gráfico 6.

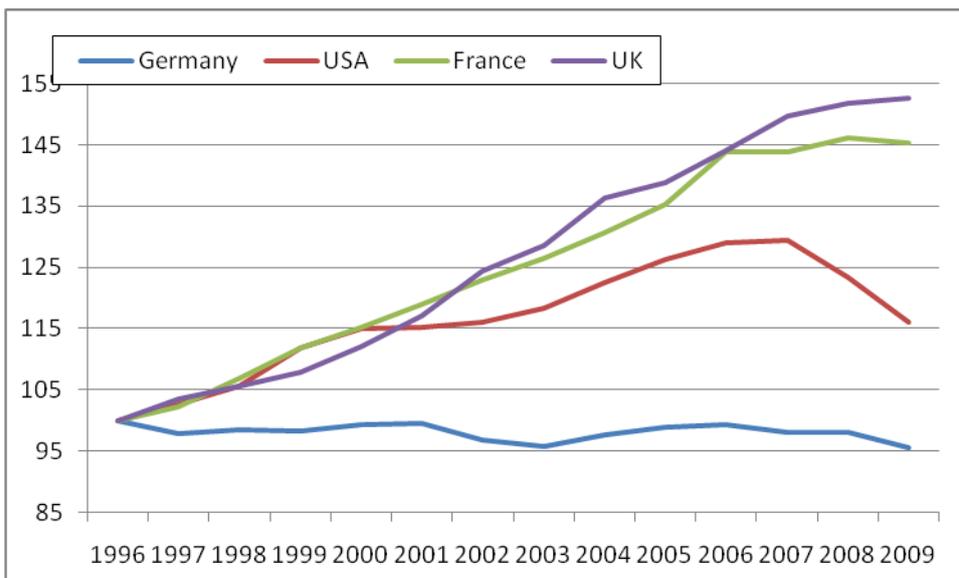



Gráfico 6: Vendas no varejo na Alemanha, nos EUA, na França e no Reino Unido (1996 = 100)

Fonte: *Statistisches Bundesamt* (Departamente de Estatísticas Nacionais), FRED St. Louis, INSEE (2010)

Por outro lado, as vendas no varejo dos países mediterrâneos aumentaram e só começaram a cair com a crise econômica de 2008. De 2000 a 2007, as vendas no varejo da Espanha aumentaram mais de 20%.

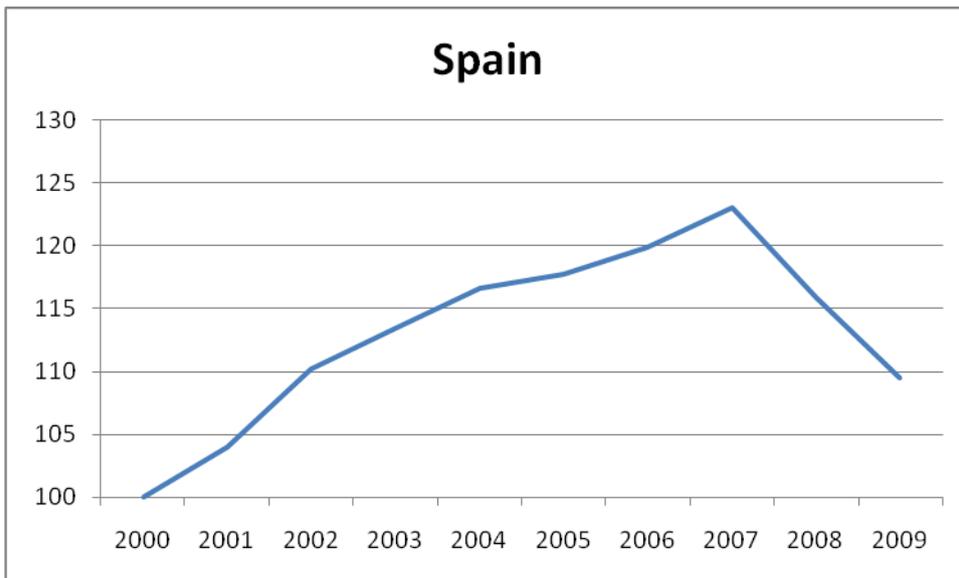



Gráfico 7: Vendas nos varejo da Espanha (2000 = 100)

Fonte: INE (2010)

No sul da Europa, as importações permaneceram mais baratas do que provavelmente seriam sem a união monetária. Mesmo com os países inflacionistas tendo perdido competitividade em relação à Alemanha, as importações não encareceram tanto quanto teriam encarecido caso estes países continuassem utilizando suas próprias moedas. O resultado dessa combinação entre importações baratas e taxas de juros baixas foi a explosão do consumo financiado pelo crédito barato, principalmente nos países do sul.

Uma desculpa para cortes orçamentários

Políticos dos países do sul da Europa utilizaram o Tratado de Maastricht como uma desculpa (perante um eleitorado socialista) para desregulamentações e a imposição de medidas orçamentárias necessárias para impedir a falência dos governos. Com o intuito de atender aos critérios de convergência, os países do sul tiveram de reduzir seus déficits, cortas gastos e vender empresas estatais. Para vários países, com efeito, o euro era a única chance de adiar a moratória soberana ou a hiperinflação. O endividamento dos governos já pressionava severamente os estados assistencialistas europeus antes da introdução do euro. Em 1991, Bélgica, Irlanda e Itália possuíam dívidas de 132%, 113% e 103% do PIB.[63] Mesmo a Holanda possuía uma dívida de 83% do PIB, com a Grécia não muito atrás. No final, a criação de uma moeda única se resumia a mais poder e mais dinheiro, e não a um alto nível de generosidade europeia.

Ganhos por meio da redistribuição monetária

---

[63] Baader, *Die Euro-Katastrophe*, p. 204. Sem a garantia implícita da Alemanha, a situação da dívida da Bélgica tornar-se-ia insustentável. Ver Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, p. 344.

Quando o euro foi introduzido, não demorou muito para que os desequilíbrios aparecessem e se acumulassem. O déficit em conta corrente dos países do sul da Europa aumentou em decorrência de uma explosão no consumo (mais importações), o que fez com que o setor de exportação da Alemanha prosperasse. Uma valorização do marco alemão teria gerado problemas apara os exportadores alemães e reduzido o superávit em conta corrente da Alemanha. Com o euro, isso não mais era possível.

Novos euros adentraram a Alemanha advindos da expansão induzida pelo crédito fácil nos países do sul, os quais passaram a sofrer um sensível aumento nos preços. Um processo de redistribuição começou a ocorrer à medida que o Banco Central Europeu continuava financiando e acomodando o consumismo nestes países. O dinheiro recém-criado ia primeiro para os países do sul e de lá era utilizado para importar produtos alemães.

No gráfico 8, pode-se ver o crescimento do agregado monetário M3 (excluindo o papel-moeda em circulação) na Espanha, na Itália, na Grécia, em Portugal e na Alemanha. Vê-se que a oferta monetária de fato cresceu muito mais rapidamente nos países do Mediterrâneo. Espanha e Grécia, em especial, apresentaram taxas de crescimento maiores que a Alemanha (linha azul mais grossa) durante os prósperos anos do início da década de 2000 até 2008. Por exemplo, enquanto o M3 encolhia na Alemanha em 2002, na Espanha e na Itália ele apresentava um crescimento de dois dígitos. Em 2004, o crescimento do M3 na Alemanha manteve-se ao redor de 2%. Nos países mediterrâneos, esse crescimento foi no mínimo o dobro. Quando a bolha imobiliária espanhola ficou fora de controle em 2007, o M3 crescia a 20%, ao passo que na Alemanha ele manteve um crescimento entre 5 e 8%.

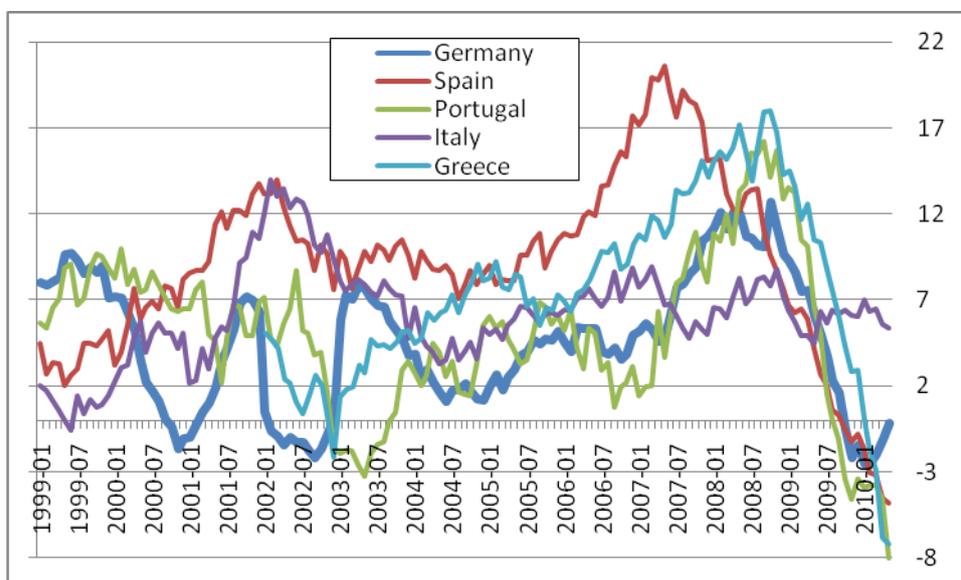



Gráfico 8: Aumento percentual do M3 (sem considerar a quantidade de dinheiro físico em circulação) na Espanha, na Itália, na Grécia, na Alemanha e em Portugal (1999-2010)

Fonte: Bundesbank, Banco Central da Espanha, Banco Central da Itália, Banco Central de Portugal, Banco Central da Grécia (2010)

A redistribuição por meio de diferentes taxas de crescimento da oferta monetária gerou uma cultura de decadência. Esse fenômeno foi semelhante à "maldição do ouro" que afetou a Espanha após a descoberta do Novo Mundo, quando o novo dinheiro encontrado — isto é, o ouro — fluiu maciçamente para o país. A Espanha utilizou todo esse ouro para importar bens e serviços (principalmente militares) do resto da Europa. Como consequência, os exportadores europeus passaram a ter altos lucros e a indústria espanhola foi se tornando cada vez mais ineficiente.

O mesmo aconteceu com a zona do euro. O dinheiro criado foi injetado a uma taxa mais alta nas nações do sul da Europa. Após construir seus imóveis, o dinheiro foi espalhado para o resto da zona do euro, à medida que a Espanha importava bens da Alemanha e de outras nações do norte. O déficit em conta corrente dos países mediterrâneos aumentou.

Se a injeção monetária tivesse sido um evento único, feito de uma só vez, a situação rapidamente estaria estabilizada. Os preços teriam aumentado na Alemanha em relação aos países do sul à medida que estes utilizassem seus euros para comprar produtos alemães. Preços e salários mais baixos nos países do sul teriam tornado estes países mais eficientes e reduzido seu déficit em conta corrente.

Mas não foi permitido que tal reajuste ocorresse. O dinheiro recém-criado continuou fluindo mais rapidamente para as nações mediterrâneas, indo para os consumidores e governos daqueles países, impedindo que os preços daquela região diminuíssem (preços que estavam relativamente mais altos que os da Alemanha). O fluxo de produtos da Alemanha para os países do sul continuou. O déficit em conta corrente foi mantido e os países do sul permaneceram relativamente improdutivos enquanto iam se tornando acostumados a um nível de consumo que não teria sido possível sem essa criação de dinheiro a seu favor. A inflação monetária do sul foi exportada para a Alemanha, ao passo que a estabilidade monetária da Alemanha foi importada pelo sul. Os preços nos países do sul não aumentaram tanto quanto teriam aumentado sem essas importações da Alemanha. Os preços na Alemanha aumentaram mais do que teria aumentado sem essas exportações para o sul da Europa.

Em um tipo de imperialismo monetário, os bancos e os governos dos países do sul criavam dinheiro que os alemães tinham de aceitar. [64] Peguemos um exemplo: o banco central da Grécia imprime dinheiro para financiar o salário de um político grego. O político grego compra uma Mercedes. (Esse político pode também comprar um tanque. Com uma população de onze milhões, a Grécia é o maior importador de armas convencionais em toda a Europa. Os gastos militares da Grécia, em porcentagem de seu PIB, são os maiores dentre todos os países da União Europeia.)

Em um padrão-ouro, o ouro sairia da Grécia e iria para a Alemanha em troca dos bens importados. Em um sistema de moedas de papel flutuantes, um político grego teria de

---

[64] Sobre o nacionalismo monetário, ver Hans-Hermann Hoppe, “Banking, Nation States, and International Politics: A Sociological Reconstruction of the Present Economic Order,” *Review of Austrian Economics* 4 (1, 1990): pp. 55-87.

trocar seu recém-impresso dracma por um marco alemão; o marco alemão se valorizaria em relação ao dracma e as próximas férias na Grécia do alemão que trabalha na fábrica da Mercedes seriam mais baratas. Já no caso do euro, o papel-moeda flui para a Alemanha, onde ele tem de ser aceito, pois é de curso forçado, e apenas eleva os preços.

6. Por que a Alemanha abriu mão do marco alemão

Se o euro implicava várias desvantagens para a Alemanha, como é possível que o país tenha concordado com sua introdução? O fato é que a maioria da população da Alemanha queria manter o marco alemão (algumas pesquisas mostravam que aproximadamente 70% dos alemães queriam manter o marco). Por que então os políticos não deram ouvidos à opinião majoritária?

A explicação mais factível é que o governo alemão sacrificou o marco com o objetivo de abrir caminho para a reunificação do país em 1990. Imediatamente após a derrubada do muro de Berlim, começaram as negociações para a reunificação. Os negociadores eram compostos pelas duas Alemanhas e pelos aliados vencedores da Segunda Guerra Mundial: o Reino Unido, os Estados Unidos, a França e a União Soviética.

A Alemanha ainda estava sujeita à dominação. Nenhum tratado de paz havia sido assinado com a Alemanha após a Segunda Guerra Mundial. O Acordo de Potsdam, de 1945, estipulava que um tratado de paz seria assinado quando um governo adequado fosse estabelecido. Porém, tal tratado nunca foi assinado. A Alemanha não usufruía soberania plena porque os aliados exerciam direitos especiais de controle sobre o país até o início do *Tratado Dois Mais Quatro* em 1991.[65]

Em 1990, a União Soviética ainda tinha tropas posicionadas na Alemanha Oriental, enquanto EUA, França e Grã-Bretanha comandavam tropas na parte ocidental. Todas as quatro forças ocupantes eram potências atômicas cujas forças armadas eram vastamente superiores às da Alemanha. Sem a autorização destas quatro potências, a unificação da Alemanha não teria sido possível. Em particular, os governos francês e britânico temiam a força de uma Alemanha unificada, a qual poderia facilmente exigir seu lugar natural dentro da estrutura de poder europeia: trata-se da nação mais populosa, a mais forte economicamente e está localizada no centro estratégico da Europa.[66]

Para reprimir este poder, o Tratado Dois Mais Quatro, ou Tratado sobre a Regulamentação Definitiva Referente à Alemanha, especificou que o governo alemão teria de abrir mão de todas as reivindicações sobre os territórios que haviam sido tomados da Alemanha após a Segunda Guerra Mundial. Além disso, a Alemanha teria de pagar vinte e um bilhões de marcos alemães para a União Soviética para que ela retirasse suas tropas da região oriental do país.[67] O governo alemão tinha de reduzir o

---

[65] A Carta da ONU ainda contém cláusulas para nações inimigas. As cláusulas permitem aos aliados imporem medidas contra nações como Alemanha ou Japão sem autorização do Conselho de Segurança. “[Os] aliados reservam a si próprios determinados poderes de intervenção e até mesmo o direito de reimpot um governo direto caso julguem necessário” (Judt, *Postwar*, p. 147).

[66] Como Margaret Thatcher declarou sobre ela própria e sobre Mitterrand, “Nós dois tivemos a determinação de coibir o rolo compressor alemão.” Citado in Judt, *Postwar*, p. 639.

[67] Fritjof Meyer, “Ein Marshall auf einem Sessel,” *Der Spiegel* 40 (1999): p. 99, http://www.spiegel.de. A Alemanha pagou sessenta e três bilhões de marcos alemães para União Soviética entre 1989 e 1991 (no total) para que pudesse receber tratamento favorável. Similarmente, Tony Judt, *Postwar*, p. 642, calcula

tamanho do seu efetivo militar e reiterar sua renúncia à posse ou ao controle de armas nucleares, biológica e químicas.

Muito mais temido do que as forças armadas alemãs — formadas primordialmente por uma infantaria destinada a conter um ataque soviético à OTAN — era o Bundesbank. O Bundesbank repetidamente forçava as outras nações a adotar políticas monetárias mais austeras — isto é, a reduzir sua velocidade de impressão de dinheiro —, ou a realinhar suas taxas de câmbio. Parece possível, se não plausível, que a Alemanha tenha aberto mão do marco alemão e de sua soberania monetária em troca da reunificação.[68] O ex-presidente da Alemanha, Richard von Weizsäcker, alegou que o euro seria "nada mais do que o preço da reunificação".[69] O ex-secretário das relações exteriores, Hans-Dietrich Genscher, afirmou, a respeito da introdução do euro, que os eventos faziam parte do pagamento de promessas feitas por ele durante o processo da reunificação alemã.[70] Similarmente, o político alemão Norbert Blüm declarara que a Alemanha teria de fazer sacrifícios — no caso, o marco alemão — em prol do novo formato europeu.[71] Horst Teltschik,[72] conselheiro de política externa do chanceler Helmut Kohl, citou a si próprio ao dizer a um jornalista francês (três semanas após a queda do Muro de Berlim em 1989) que "o governo federal alemão estava agora em uma posição na qual teria de aceitar praticamente qualquer iniciativa francesa para a Europa".[73]

Kohl considerava o euro uma questão de guerra e paz. Após a reunificação, Kohl queria construir uma Europa politicamente unificada em torno da França e da Alemanha. Kohl queria conquistar seu lugar nos livros de história como o construtor da reunificação

---

que o governo alemão transferiu $71 bilhões para a União Soviética entre 1990 e 1994. Um adicional de $36 bilhões em "tributos" foram transferidos para outros ex-governos comunistas do Leste Europeu.

[68] Ver Kerstin Löffler, "Paris und London öffnen ihre Archive," *Ntv.de* (November 6, 2010), http://n-tv.de. Ver também Wilhelm Nölling citado in Hannich, *Die kommende Euro-Katastrophe,* p. 21: "Até onde sabemos, estes países, em troca do acordo de reunificação que eles não podiam impedir, exigiram que a Alemanha fosse atraída para um arranjo e, para isso, nada melhor do que, além da OTAN e da integração europeia, a unificação da moeda". Em um discurso em agosto de 2010, o historiador Heinrich August Winkler, professor emérito da Humboldt University Berlin, argumentou que Mitterrand temia que a Comunidade Europeia se transformasse uma zona do marco, sugerindo uma hegemonia alemã no continente. O euro era o preço para a autorização da reunificação. Ver Henkel, *Rettet unser Geld!*; p. 56-58. Recentemente, um acesso aos protocolos secretos validou a tese de que Mitterrand exigiu a moeda única em troca do seu consentimento para a unificação. Ver Mik, "Mitterrand forderte Euro als Gegenleistung für die Einheit, *Spiegel online* (2010), http://www.spiegel.de.

[69] In Die Woche, 19.9.1997 citado in Das Weisse Pferd, "Die Risiken des Euro sind unübersehbar (1)," in *Das Weisse Pferd – Urchristliche Zeitung für Gesellschaft, Religion, Politik und Wirtschaft* (August, 1998), http://www.das-weisse-pferd.com.

[70] Ver Henkel, *Rettet unser Geld!,* p. 59.

[71] Ver Hannich, *Die kommende Euro-Katastrophe*.

[72] Horst Teltschik, *329 Tage: Innenansichten der Einigung* (Berlin: Siedler, 1991), p. 61,

[73] Vaubel, "The Euro and the German Veto," p. 83.

alemã e da união política da Europa.[74] Para ter êxito, ele precisava da colaboração do presidente francês, Mitterrand.

Uma ex-tradutora de Mitterrand, Brigitte Sauzay, escreveu em seu livro de memórias que Mitterrand só iria concordar com a reunificação alemã "se o chanceler da Alemanha sacrificasse o marco em prol do euro."[75] Jacques Attali, conselheiro de Mitterrand, fez comentários semelhantes em uma entrevista televisiva em 1998:

> É graças à reticência francesa em relação a uma reunificação incondicional [da Alemanha] que temos a moeda comum .... A moeda comum não teria sido criada sem a relutância de François Mitterrand à unificação alemã.

Outra confirmação destes eventos foi fornecida por Hubert Védrine, também um antigo conselheiro de Mitterrand e posteriormente seu ministro de relações exteriores:

> O presidente soube aproveitar a oportunidade, ao final de 1989, para obter um comprometimento de [o chanceler alemão Helmut] Kohl. [...] Seis meses depois, teria sido muito tarde: nenhum presidente francês estaria na posição de obter do chanceler alemão o comprometimento de introduzir a moeda única.[76]

François Mitterrand e Margaret Thatcher estavam atemorizados com a ideia de uma Alemanha unificada e "forte". A Alemanha, portanto, tinha de perder sua arma mais temida. Os países vizinhos estavam preocupados com uma renovada agressão alemã. A

---

[74] Ademais, Kohl já foi considerado candidato ao Nobel da Paz por várias vezes, a mais recente em 2010.

[75] Spiegel-Special Nr. 2/1998 citado in Das Weisse Pferd, "Die Risiken des Euro." Para a visão de que o governo francês concordou com a reunificação em troca de um acordo com a Alemanha a respeito da introdução de uma moeda única, ver também Ginsberg, *Demystifying the European Union*, p. 249. Similarmente, Jonas Ljundberg, "Introduction," in *The Price of the Euro,* ed. Jonas Ljundberg (New York: Palgrace MacMillan, 2004), p. 10, afirma: "Ao abrir mão da hegemonia do Bundesbank entre os bancos centrais, Kohl obteve a anuência de Mitterrand para a reunificação alemã." Na mesma linha, James Foreman-Peck, "The UK and the Euro: Politics versus Economics in a Long-Run Perspective," in *The Price of the Euro, ed. Jonas Ljundberg* (New York: Palgrace MacMillan, 2004), p. 102, declara: "A união monetária foi escolhida, na realidade, como parte de um acordo franco-alemão acerca da reunificação alemã. O marco alemão foi abolido em troca de um estado unificado. Essa Alemanha forte e reunificada tinha de ser aceita pela França, e a união monetária era o preço cobrado pelo governo francês." E ele acrescenta (Foreman-Peck, p.114): "... o euro foi criado para permitir um maior controle francês sobre a política monetária europeia — em vez do domínio do Bundesbank — em troca da anuência francesa para com a reunificação alemã." Larsson ("National Policy in Disguise," p. 163) declara: "A UME se tornou uma oportunidade para os franceses adquirirem uma fatia do poderio econômico alemão. Para o chanceler alemão Kohl, a UME era um instrumento para fazer com que os outros membros da Comunidade Europeia aceitassem a reunificação alemã e, consequentemente, uma Alemanha maior e mais poderosa no coração da Europa". Judt (Postwar, p. 640) afirma: "Os alemães poderiam reconquistar sua unidade, mas a um preço... Kohl deveria se comprometer a adotar o projeto europeu sob um domínio conjunto [Bonn pagando e Paris criando as políticas], e a Alemanha deveria ser amarrada a uma união 'cada vez mais estrita' — cujas cláusulas, notavelmente uma moeda europeia única, seriam consagradas em um novo tratado."

[76] Ambas as citações foram retiradas de Vaubel, "The Euro and the German Veto," pp. 82-83.

união monetária era a solução para esta ameaça, como Mitterrand havia dito para Thatcher após a reunificação alemã: “Sem uma moeda única, todos nós — vocês e nós — estaremos sob domínio alemão. Quando eles elevarem as taxas de juros lá, nós termos de fazer o mesmo, e vocês também, mesmo que não participem do nosso sistema monetário. Somente poderemos ter voz ativa se houver um Banco Central Europeu no qual possamos tomar decisões conjuntas.”[77]

O papel do governo francês

A França era militar e politicamente a nação mais poderosa do continente europeu a oeste da cortina de ferro desde o fim da Segunda Guerra Mundial. Os líderes franceses utilizaram esse poder para obter influência sobre as instituições europeias e para reduzir a influência política de seus eternos rivais, a Alemanha. De fato, a França está sobrerrepresentada na União Europeia em termos do tamanho da sua população e do seu PIB em relação à Alemanha.[78] O governo francês sempre quis se livrar da influência do Bundesbank.[79] Uma moeda única era vista como uma oportunidade de reforçar sua posição na Europa e induzir o continente rumo a um império a ser liderado pela classe dominante francesa. O próprio banco central da França estava sob controle direto do governo até 1993 e era utilizado como instrumento para financiar os gastos governamentais. O Bundesbank representava uma obstrução a estes esforços. O Banco da França queria estimular o crescimento via expansão do crédito. Porém, dado que o mais independente Bundesbank não inflacionava na mesma intensidade, a França teve de desvalorizar sua moeda em relação ao marco alemão repetidas vezes.

O Bundesbank impunha um freio à inflação francesa. O marco alemão representava, de certa forma, um novo padrão surgido após a abolição do padrão-ouro. Seu poder advinha de sua postura menos inflacionária quando comparado à maioria dos outros bancos centrais europeus. Advinha também de sua independência e de sua resistência aos clamores de mais inflação por parte do governo alemão. Quando o Bundesbank elevava as taxas de juros, o Banco da França tinha de fazer o mesmo; caso contrário, o franco se depreciaria em relação ao marco e o câmbio teria de ser alterado.

Do ponto de vista francês, no entanto, as políticas alemãs não eram suficientemente inflacionárias; os políticos franceses se opunham à liderança do Bundesbank. Embora militarmente debilitada e tendo saído derrotada da Segunda Guerra Mundial, a Alemanha havia se tornado capaz de ditar as taxas de juros da Europa e de

---

[77] Traduzido de uma citação em Hannich, *Die kommende Euro-Katastrophe*, p. 22. Como escreveu Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, p. 142: “Proeminentes figuras do Partido Socialista francês ... deixaram implícito que somente o Tratado de Maastricht poderia manter os velhos demônios do caráter alemão sob controle.”

[78] Ver Larsson, “National Policy in Disguise.” A Alemanha está sub-representada não apenas em relação à França. No Conselho Europeu, a Alemanha tem direito a vinte e nove votos, a mesma quantidade do Reino Unido, da França e da Itália, os quais são substancialmente menores em população e PIB. Espanha e Polônia, com aproximadamente metade da população da Alemanha, têm direito a vinte e sete votos cada uma.

[79] Bernard Connolly, The *Rotten Heart of Europe*, p. 100 escreve: “Aos olhos franceses, o objetivo da UME, ao menos em termos monetários, era permitir o domínio francês do Bundesbank.”

indiretamente restringir os gastos do governo francês: um enorme triunfo.[80] Mitterrand declarou ao seu Conselho de Ministros em 1988: "A Alemanha é uma grande nação carente de algumas características de soberania e que goza de um reduzido prestígio diplomático. Mas compensa essas suas fraquezas com uma robustez econômica. O marco alemão representa, de certa forma, seu poderio atômico."[81]

Ademais, o governo francês mantinha a ideia de que a função de um banco central era dar suporte às políticas de seu governo. Caso haja um alto desemprego, por exemplo, o banco central deveria reduzir os juros independentemente de pressões inflacionárias. Sob um banco central comum, que abrangesse também os países mediterrâneos, a Alemanha estaria em minoria e, assim, os políticos franceses poderiam determinar suas ações. Malta, por exemplo, possui o mesmo número de votos no Banco Central Europeu que a Alemanha, ainda que a Alemanha possua um PIB 500 vezes maior que o de Malta. Uma moeda comum gerida por um banco central comum era um objetivo de longo prazo do governo francês, pelo qual ele estava disposto a fazer sacrifícios de curto prazo.[82]

Mitterrand, presidente da França de 1981 a 1995, odiava a Alemanha durante sua juventude e desprezava o capitalismo.[83] Este patriota francês era um convicto defensor do ideal socialista para a Europa e montou suas políticas de modo a defender a França contra a superioridade econômica de seu vizinho do leste. A superioridade alemã baseava-se em sua moeda forte. A intenção de Mitterrand era utilizar o poderio monetário da Alemanha em prol do governo francês.[84] O governo francês daria à Alemanha garantias de segurança em troca de uma participação no poderio monetário da Alemanha. No final da década de 1980, ao falar sobre as bombas atômicas francesas

---

[80] Como escreveu Connolly (*The Rotten Heart of Europe*, p. 30), comentando sobre os acontecimentos de 1983: "As políticas salariais e orçamentárias da França eram em última instancia determinadas pela Alemanha... A humilhação imposta ao governo socialista francês era quase total, um tipo de 1940 monetário." Trichet vivenciaria outra humilhação mais tarde. (Ibid, p. 311)

[81] Citado in Hannich, *Die kommende Euro-Katastrophe*, p. 22 and Marsh, *Der Euro*, p. 175. Da mesma forma, o predecessor de Mitterrand, Valéry Giscard d´Estaing, também temia uma hegemonia alemã. Ver Marsh, *Der Euro*, p. 99. Ver também Feldstein, "The Political Economy of the European Political and Monetary Union," p. 28, que afirma que a França utilizou a UME para impulsionar sua influência vis-à-vis a Alemanha.

[82] Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, p. 146, argumenta que os bancos centrais e os políticos do sul da Europa concordaram em adotar políticas monetárias restritivas com o intuito de alcançar o objetivo de longo prazo da implementação da moeda única e, com isso, adquirir um maior número de votos em relação ao Bundesbank: "O maior desejo deles [as elites do sul da Europa] era o de se alçarem a uma posição em que poderiam sobrepujar Schlesinger [ex-presidente do Bundesbank], ou seus sucessores; mas eles só poderiam chegar a essa situação se, durante esse meio tempo, os banqueiros centrais não exagerassem em suas políticas monetárias inflacionistas."

[83] Ver Marsh, *Der Euro*, pp. 47-50. Ele afirma explicitamente que queria um rompimento suave, mas completo, com o capitalismo. (Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, p. 24)

[84] Ver Marsh, *Der Euro*, p. 57. Em linguagem similar, Jacques Delors indignou-se com o Bundesbank quando este não reduziu as taxas de juros em 1993 para apoiar a França: "Por que eles declararam guerra a nós?" (Citado in Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, p. 321)

de curto alcance, as quais tinham autonomia para, no máximo, explodir dentro da Alemanha, o conselheiro de assuntos externos de Mitterrand, Jacques Attali, para a surpresa dos negociadores alemães, fez alusão a uma bomba atômica alemã: o marco.[85] O governo francês utilizava sua força militar superior para obter concessões monetárias.[86]

Com a unificação da Alemanha, os oponentes do marco poderiam pressionar o governo alemão a abrir mão de sua moeda. Primeiro, Mitterrand queria impedir por completo a reunificação alemã: "Não preciso fazer nada para impedir isso; os soviéticos o farão por mim. Eles jamais permitirão a existência dessa maior e mais importante Alemanha se opondo a eles."[87] Quando a União Soviética nada fez para impedir a reunificação, Mitterrand aproveitou a oportunidade e viu em Kohl um aliado para seu projeto do euro.[88] Ele temia que, assim que Kohl saísse do poder, o governo alemão pudesse ameaçar novamente a paz na Europa. Ambos os políticos consideravam a moeda única um meio para restaurar o equilíbrio político da Europa após a reunificação. Os políticos europeus em geral achavam que uma união monetária controlaria o crescente poder de uma Alemanha unificada. Giscard d'Estaing alegava que um fracasso da união monetária levaria a uma hegemonia alemã sobre a Europa.[89]

As tensões se intensificaram quando Kohl não reconheceu as fronteiras entre a Alemanha reunificada e a Polônia, a qual havia se apossado de um substancial território da Alemanha após a Segunda Guerra Mundial. Mitterrand reivindicava uma moeda única temendo que, caso contrário, o mundo retornasse à situação de 1913.[90] Em resposta a esta maciça ameaça e ao temerosamente crescente isolamento em meio a uma aliança entre França, Grã-Bretanha e União Soviética, Kohl concordou em estipular

---

[85] Hannich, *Die kommende Euro-Katastrophe*, p. 22. Marsh, *Der Euro*, pp. 172-74

[86] Ameaças implícitas similares ocorrerem em 1992 durante uma crise do franco. Naquela ocasião, Trichet questionou a conciliação franco-germânica com o intuito de obter ajuda da Alemanha. Um dirigente do Bundesbank, quando perguntado por que não recorreram ao artifício de elevar o compulsório para combater as pressões inflacionárias, respondeu: "Porque, se fizéssemos isso, o céu ficaria negro, repleto de esquadrões de Mirages que cruzariam o Reno para nos bombardear" (Citado in Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, p. 180.)

[87] Citado in Judt, *Postwar*, p. 637.

[88] Bandulet, *Die letzten Jahre des Euro,* p. 48. Mais provavelmente, Mitterrand estava apenas blefando. Ele não tinha condições de impedir a reunificação mesmo se Kohl não tivesse sacrificado o marco. Tampouco os EUA ou a URSS pressionaram o governo alemão a assinar o Tratado de Maastricht como condição para a reunificação.

[89] Ver Marsh, *Der Euro*, p. 263. O primeiro-ministro italiano, Andreotti, alertou para um novo pangermanismo. O primeiro-ministro da Holanda, Lubbers, era contra a reunificação, assim como Thatcher, que, durante um reunião de cúpula em Estrasburgo, sacou de sua bolsa dois mapas da Alemanha: em uma mapa, a Alemanha antes da Segunda Guerra Mundial; no outro, a Alemanha após a guerra. Ela então afirmou que a Alemanha retomaria todos os territórios que havia perdido mais a Tchecoslováquia. Ver Marsh, *Der Euro*, p. 203. Sobre a preocupação francesa com a hegemonia alemã na Europa, ver também Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, p. 88 or p. 384.

[90] Ver Marsh, *Der Euro*, p. 202.

uma data para uma conferência sobre uma moeda comum na segunda metade de 1990. Ele chegou até mesmo a declarar que a moeda única era uma questão de guerra e paz. A concordância de Kohl com a criação de um plano para a introdução de uma moeda única enfim aplacou os temores da França acerca de uma Alemanha unificada.

Vantagens para as classes dominantes alemãs

O sacrifício do marco alemão foi bem a gosto das elites políticas e estatais da Alemanha, bem como dos interesses especiais que possuem poderosas ligações com o estado. Como Hans-Hermann Hoppe explicou, há uma elite dominante em todas as sociedades, a qual utiliza o estado como um instrumento para explorar o resto da população.[91] O estado detém o monopólio da coerção e da tomada suprema de decisões judiciais de todos os conflitos que ocorram dentro de um dado território. Ele detém o poder de tributar e de incorrer em todos os tipos de intervenções.

A classe dominante é exploradora, parasítica, improdutiva e possui uma forte consciência de classe. Ela precisa de uma ideologia que justifique suas ações e que, por isso, impeça a rebelião da classe explorada. A classe explorada é formada pela maioria da população. É ela quem produz riqueza e é doutrinada para prestar obediência e servilismo à classe dominante, não possuindo nenhuma consciência de classe especial.

Cada nação possui sua própria classe dominante e seus próprios grupos de interesse, os quais têm profundas ligações com esta elite. Consequentemente, a classe dominante na Alemanha e a classe dominante na França têm muito mais em comum entre si do que a classe dominante alemã tem em comum com a classe explorada na Alemanha. Com efeito, as classes dominante e explorada possuem interesses opostos. Há várias áreas em que as classes dominantes alemã e francesa não apenas não são concorrentes, como na realidade se beneficiam mutuamente ao atuarem em conjunto. Ambas as classes dominantes querem poder: elas querem expandir seu poder sobre os cidadãos. Elas querem que prevaleça uma ideologia que defenda o estado e aumente o poder estatal.

Dadas essas considerações, é fácil entender por que a classe dominante alemã — isto é, políticos, bancos e indústrias com fortes conexões políticas, principalmente o setor exportador — defendia a introdução do euro. Há várias maneiras pelas quais essa classe poderia se beneficiar com a criação de uma moeda única.

> 1. É altamente provável que a classe dominante alemã não tenha se lamentado por ter se livrado de um Bundesbank muito conservador. O Bundesbank, por várias vezes, havia atuado contra os interesses e pedidos dos políticos. Ele, por exemplo, elevou os juros antes das eleições de 1969, aumentando sua reputação mundial de banco central anti-inflacionista. Adicionalmente, o Bundesbank não queria seguir as taxas de inflação americanas e, por isso, parou de intervir no mercado de câmbio em favor do dólar em março de 1973. Isso levou ao colapso final do Sistema de Bretton Woods e às taxas de câmbio flutuantes. Ele também resistia aos reiterados pedidos do establishment para intervir no Sistema Monetário Europeu. Os dirigentes do Bundesbank repetidamente se opunham às

---

[91] Ver Hans-Hermann Hoppe, "A análise de classe marxista vs. a análise de classe austríaca ," *Instituto Ludwig von Mises Brasil*, http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=979

demandas de políticos alemães e estrangeiros para que reduzisse as taxas de juros. Alguns desses dirigentes também eram céticos quanto à introdução do euro como instrumento de integração econômica. Proeminentes políticos alemães frequentemente tinham de aguentar o fardo de ter de lidar com o descontentamento dos países vizinhos e com a intransigente postura monetária do Bundesbank.[92]

O euro possibilitou aos políticos alemães se livrar desta teimosa instituição, prometendo um fim à “tirania” do Banco. Mais inflação significaria mais poder para a classe dominante. Políticos alemães poderiam agora se esconder atrás do Banco Central Europeu e evadir-se da responsabilidade pelas consequências geradas por altos níveis de gastos e endividamentos.

O euro era um passo rumo à criação de uma moeda mundial. Com a concorrência entre moedas eliminada, os políticos teriam agora poderes ilimitados.[93] Adicionalmente, é mais fácil implantar uma cooperação monetária internacional entre o Fed e o BCE do que entre o Fed e vários bancos centrais europeus.

2. Certos grupos de interesse alemães tinham muito a ganhar com esse novo arranjo — a saber, o aprofundamento do processo de integração europeia, o qual incluía a harmonização os padrões trabalhistas, ambientalistas e tecnológicos.[94] Com efeito, a introdução do euro reavivou o projeto europeu de um poder estatal centralizado.

A harmonização dos padrões trabalhistas beneficiou os trabalhadores alemães sindicalizados. As generosas leis trabalhistas alemãs — e seus concomitantes custos — só eram possíveis de ser mantidos por causa da alta produtividade dos trabalhadores alemães. Trabalhadores de outros países, como Portugal ou Grécia, tinham menos capital com o qual trabalhar, o que os tornava menos produtivos. Para poder competir com o trabalhador alemão, o português tinha de se contentar com leis trabalhistas mais brandas, o que reduziria o custo de sua mão-de-obra. Essa redução dos padrões trabalhistas — amplamente propagadas com o temeroso rótulo de “corrida ao fundo do poço” — ameaçava os altos padrões trabalhistas dos trabalhadores alemães. Trabalhadores alemães sindicalizados, acostumados aos seus altos padrões, não queriam concorrer com trabalhadores portugueses, para os quais tais padrões não se aplicavam. A vantagem competitiva obtida com a harmonização dos padrões daria aos alemães uma maior margem para ampliar seus poderes e privilégios.

---

[92] Ver Vaubel, “A Critical Analysis of EMU and of Sweden Joining It.” Ver também, e extensivamente, Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, por exemplo p. 205. O governo alemão tentou repetidamente influenciar o Bundesbank por motivos políticos.

[93] Para entender os interesses americanos na criação de um banco central mundial ver Murray Rothbard, *Wall Street, Banks, and American Foreign Policy* (Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute, 1995).

[94] Guido Hülsmann, “Political Unification: A Generalized Progression Theorem,” *Journal of Libertarian Studies* 13 (1, 1997): pp. 81-96.

A harmonização os padrões ambientalistas também beneficiou as empresas alemãs, pois elas já eram as mais ambientalmente eficientes. Empresas concorrentes de outros países, até então sujeitas a padrões menos rigorosos, tiveram de se adaptar a estes padrões mais custosos. Fora isso, os interesses do movimento ambientalista foram satisfeitos pela imposição dos padrões ambientais alemães sobre todo o resto da União Europeia. Como as empresas alemãs estavam na dianteira tanto em termos de cumprimento a imposições ambientais quanto em termos de tecnologia, essa regulação lhes trouxe enormes benefícios. A concorrência estrangeira foi suprimida. A imposição de padrões tecnológicos alemães à União Europeia deu aos exportadores alemães uma grande vantagem competitiva.

3. O setor exportador alemão se beneficiou duplamente com a criação do inflacionário euro. Os outros países da zona do euro não mais podiam desvalorizar suas moedas com o intuito de dar competitividade ao seu setor exportador. Com efeito, as seguidas crises monetárias e as repentinas desvalorizações cambiais do período anterior ao euro ameaçavam os exportadores alemães. Uma crise monetária também colocava em risco a estabilidade do mercado comum. Com uma moeda única, desvalorizações não mais seriam possíveis. O primeiro-ministro italiano, Romano Prodi, utilizou o seguinte argumento para convencer os políticos alemães a permitir que a altamente endividada Itália também fizesse parte da união monetária: apóiem a nossa filiação e nós compraremos suas exportações.[95]

Adicionalmente, os seguidos déficits orçamentários e comerciais dos países do sul da Europa deixaram o euro consistentemente mais fraco do que seria o marco alemão. Isso estimulou as exportações alemãs. A elevação das exportações alemãs foi compensada pelos déficits comerciais das nações-membro pouco competitivas. Por conseguinte, os exportadores alemães adquiriram uma vantagem em relação aos países de fora da zona do euro. Aumentos na produtividade não mais se traduziriam em valorizações da moeda — pelo menos não em comparação ao marco alemão.

4. A classe política alemã queria evitar o colapso político e financeiro da região.[96]

Vários países da Europa estavam no limiar da falência na década de 1990. Como a classe dominante não queria perder seu poder, ela estava disposta a abrir mão de algum controle da impressora de dinheiro em troca da sua sobrevivência. Países menos endividados, com a Alemanha, assegurariam a confiança dos credores, de modo que todo o nível de endividamento europeu poderia ser mantido ou até mesmo ampliado. Isso certamente explica o interesse de países altamente endividados e à beira da falência em criar a integração europeia.

---

[95] Ver James Neuger, “Euro Breakup Talk Increases as Germany Loses Proxy,” *Bloomberg* (May 14, 2010), http://www.bloomberg.com.

[96] Ver Hülsmann,”Political Unification,” para mais sobre o teorema da centralização política.

Há três maneiras de a classe dominante ampliar seu poder: aumentando impostos, utilizando a inflação ou aumentando a dívida governamental. Mas impostos são impopulares. A inflação é arriscada porque, a partir de um determinado momento, ela pode causar desordem e desconfiança, fazendo com que os cidadãos parem de utilizar a moeda corrente e corram para ativos reais com o intuito de proteger sua poupança e seu poder de compra. Isso pode levar todo o sistema financeiro ao colapso. O endividamento governamental, por sua vez, representa uma maneira alternativa de se financiar o aumento dos gastos e o subsequente aumento do poder estatal, e não é um método tão impopular quanto os impostos. Com efeito, o endividamento governamental pode gerar uma "ilusão de riqueza" momentânea. Os cidadãos podem se sentir mais ricos as os gastos governamentais forem financiados por meio da emissão de títulos em vez de mais impostos. Não obstante, em algum momento tais dívidas terão de ser quitadas, e o serão por meio ou de mais impostos ou de inflação monetária — caso contrário os credores ficarão desconfiados da solvência do governo, encerrarão seus empréstimos e farão com que o governo altamente endividado fique sem acesso a novos financiamentos.

Mas por que a Alemanha aceitaria o papel de garantidora das dívidas dos outros países?

A introdução do euro e a garantia implícita às dívidas das outras nações deu-se em conjunto com todos os tipos de transferências diretas e indiretas que um sistema de moeda única geraria.[97] A falência de estados europeus, algo que teria efeitos adversos sobre a classe dominante alemã, poderia ser evitada, pelo menos por algum tempo. Um colapso de um ou de vários países levaria a uma recessão. Por causa da divisão internacional do trabalho na Europa, uma recessão traria um impacto enorme aos exportadores e às empresas tradicionais da Alemanha. As receitas tributárias cairiam e o apoio da população se evaporaria.

Ademais, o calote de um país provavelmente afetaria negativamente o sistema bancário doméstico de outros países, gerando um efeito dominó sobre os bancos de toda a Europa, incluindo os da Alemanha. A conectividade do sistema financeiro internacional poderia levar ao colapso dos bancos alemães, aliados próximos da classe dominante alemã e resolutos defensores da criação de uma

---

[97] Daniel K. Tarullo, "International Response to European Debt Problems," Depoimento Perante o Subcomitê de Comércio e Política Monetária Internacional e o Subcomitê de Tecnologia e Política Monetária Doméstica, Comitê de Serviços Financeiros, Câmara dos Deputados dos EUA, Washington, D.C. (20 de maio de 2010), http://www.federalreserve.gov . Como disse Daniel Tarullo, membro do conselho do Federal Reserve: "Durante anos, vários participantes do mercado tomaram como certa a ideia de que uma implícita garantia protegia as dívidas dos países da zona do euro." Para uma percepção similar a respeito da garantia de socorro implícita, ver John Browne, "Euro Fiasco Threatens the World," *Triblive* (18 de julho de 2010), http://www.pittsburghlive.com, e Robert Samuelson, "Greece and the Welfare State in Ruins," *Real Clear Politics* (22 de fevereiro de 2010), http://www.realclearpolitics.com. Esta percepção começou a mudar quando as dívidas dos governos da periferia da UME começou a disparar durante a crise. Políticos alemães evidenciaram os problemas ao criar um pacote de socorro. Neste ponto, a rentabilidade dos títulos da Grécia subiu em relação à rentabilidade dos títulos alemães, refletindo o verdadeiro risco de um calote.

> moeda única. Igualmente, uma quebradeira em forma de hiperinflação iria afetar negativamente o comércio internacional e todo o sistema financeiro. A falência de um país soberano poderia levar outros países junto.

Em suma, a introdução do euro não se tratou de um ideal europeu sobre liberdade e paz. Ao contrário: o euro não era necessário para a liberdade e a paz. Na realidade, o euro apenas gerou conflitos. Sua criação estava totalmente ligada a poder e dinheiro. O euro fez com que a mais importante e poderosa ferramenta econômica de um país, a unidade monetária, ficasse sob o controle de tecnocratas sediados em um outro país.

7. O monopólio monetário do BCE

Reflitamos por um momento a respeito do poder absoluto que o BCE exerce sobre a vida das pessoas na União Monetária Europeia (UME). Trata-se de um poder que nenhuma instituição acumularia em uma sociedade livre. Embora a imensa concentração de poder da era soviética seja algo do passado, o BCE ainda exerce total controle sobre a esfera monetária; ele tem o poder de criar dinheiro e, com isso, ajudar a moldar a destino da sociedade.

Imagine que você tivesse o poder que o BCE possui. Você seria a única pessoa com o direito de produzir dinheiro. Digamos que você pudesse criar dinheiro simplesmente utilizando seu computador; ou, ainda mais simples, que você pudesse acessar sua conta bancária pela internet e acrescentar a ela qualquer valor que você desejasse. Imagine também que todas as pessoas fossem obrigadas a aceitar o dinheiro que você produz. Você teria assim um poder comparável ao do anel de Tolkien. Você utilizaria esse poder? A tentação é praticamente irresistível.

Você de fato pode tentar utilizá-lo para fazer o bem. Porém, o resultado deste arranjo seria um permanente influxo de bens e serviços para você, sua família e seus amigos em troca deste dinheiro recém-produzido. Isso levaria a uma tendência de aumento nos preços. Se você quisesse comprar uma BMW, você simplesmente criaria mais dinheiro e ofereceria um lance maior do que o daquela pessoa que teria comprado o veículo caso você não tivesse produzido esse dinheiro adicional. Consequentemente, os preços sobem. Você obtém a BMW e aquela outra pessoa fica a ver navios. O vendedor poderá agora utilizar esse dinheiro adicional e comprar uma casaca para sua mulher, elevando desta forma os preços das casacas. A renda do produtor de casacas irá aumentar e ele começará a gastar. Gradualmente, este novo dinheiro irá se difundir por toda a economia, aumentando os preços e alterando o fluxo de bens e serviços, fazendo com que estes sejam majoritariamente consumidos por aqueles que primeiro recebem este dinheiro recém-criado.

Embora o uso do poder de imprimir dinheiro seja praticamente irresistível, você tem de ter o cuidado de não utilizá-lo exageradamente — e por vários motivos.

As pessoas podem ficar irritadas, oferecer resistência ao seu esquema e tentar destruir seu poder. Quando elas perceberem que você pode simplesmente imprimir dinheiro para conseguir o que quer, e que, como consequência disto, você fica mais rico e elas ficam mais pobres, elas podem se revoltar. Antes de a situação chegar a este ponto, seria sábio você querer restringir sua produção de dinheiro. Porém, há outras maneiras de diluir essa fonte de inquietação e resistência. Você pode desenvolver uma estratégia que dissimule a criação de dinheiro e crie distrações. Você pode fazer com que o dinheiro recém-criado adentre a economia passando por uma série de etapas dentro de um intrincado sistema cujos mecanismos sejam complexos e difíceis de entender. (Veremos mais à frente como o BCE faz isso). Você pode também tentar convencer as pessoas de que o esquema na realidade é bom para elas. Você pode alegar que o que você está fazendo irá estabilizar o nível de preços ou que você está altruisticamente tentando estimular o emprego. (Estes são, aliás, os dois objetivos oficiais do BCE).

As pessoas podem realmente começar a gostar de você e alegar que, não fosse você, o sistema financeiro entraria em colapso. Concentre-se em argumentar em prol de uma importante consequência do seu ato de criar dinheiro em vez de se concentrar na própria criação de dinheiro em si: diga que você controla as taxas de juros visando o melhor para a sociedade. Em outras palavras, concentre-se nos efeitos de suas políticas (mudanças nas taxas de juros, por exemplo) e não naquilo que você está fazendo para manipular os juros (criando dinheiro). Alegue que você está reduzindo os juros com o intuito de possibilitar mais investimentos e aumentar o emprego. Utilize metáforas: sua criação de dinheiro é o óleo lubrificante necessário para o funcionamento suave da economia. Desenvolva teorias que sustentem seu esquema. Contrate economistas que apóiem sua empreitada e que criem teorias monetárias que defendam suas atitudes. Tais economistas, obviamente, irão exigir alguns agrados em troca; normalmente, irão se contentar com algumas pequenas extravagâncias (passagens aéreas, carros, festas) que irão lhe custar algum dinheiro a mais (facilmente imprimível).[98] Uma de suas argumentações pode ser a de que você está fazendo todo o necessário para evitar o "desastre" de uma eventual queda nos preços. Outra possível argumentação é que o sistema bancário precisa de contínuas criações de dinheiro, caso contrário irá quebrar — com consequências apocalípticas. Você terá atingido seu objetivo quando vítimas e perdedores realmente começarem a crer que você está lhes fazendo um bem ao criar dinheiro.

Por outro lado, você tem de ser cuidadoso para não desarranjar sobremaneira a economia com sua criação de dinheiro. Você certamente não vai querer muito caos. Afinal, você ainda vai querer continuar podendo comprar uma BMW e usufruir o progresso tecnológico. Se as pessoas pararem de poupar e de investir em decorrência da sua inflação, a produção de automóveis será interrompida. Se a incerteza aumentar muito, você terá de abrir mão de vários privilégios. Se o dinheiro recém-criado gerar muitos distúrbios e distorções na forma de ciclos econômicos, a produtividade será obstruída, e isso pode não ser algo de seu interesse. Certamente você não irá querer nem hiperinflação nem um colapso do sistema monetário. Ninguém iria querer utilizar seu papel pintado. Seu poder seria dizimado.

Como mencionado anteriormente, é também do seu interesse cobrir suas pegadas. Isso pode ser feito erigindo um sistema financeiro que seja complicado e difícil de entender. Você pode conceder privilégios para alguns em troca da eterna amizade e fidelidade deles. O privilégio consiste em deixar que eles participem do seu monopólio, dando a eles algum tipo de sucursal para auxiliar na sua criação de dinheiro. Estes indivíduos, e vamos aqui chamá-los de banqueiros que praticam reservas fracionárias, não podem eles próprios imprimir dinheiro; porém, se eles mantiverem dinheiro depositado no seu banco na forma de reservas, eles poderão produzir múltiplos substitutos monetários — depósitos em conta-corrente, por exemplo — utilizando como base estas reservas.

Vejamos um exemplo simples de como este sistema de sucursal funciona. Suponhamos que você (o banco central) imprima €100.000 para comprar uma BMW. Após a sua

---

[98] O Fed é particularmente ótimo neste quesito. Como demonstrou Lawrence White, "The Federal Reserve System's Influence on Research in Monetary Economics," *Econ Journal Watch* 2 (2, 1995): pp. 325-354, em 2002, 74% de todos os trabalhos acadêmicos sobre teoria monetária foram publicados em jornais acadêmicos publicados pelo Fed ou escritos em conjunto com economistas do Fed.

compra, a concessionária deposita o dinheiro no Banco A. O balancete do banco A será o seguinte.

Ativo		Passivo	
Dinheiro	€100.000	Depósito da concessionária BMW	€100.000

O banco mantém 100% de reservas para o depósito da concessionária BMW, a qual depositou o dinheiro com o intuito de tê-lo plenamente disponível sempre que quiser. De acordo com os princípios jurídicos legais, o banco tem a obrigação de manter o dinheiro custodiado, disponibilizando-o para o depositante sempre que demandado. A oferta monetária neste nosso exemplo é composta pelo dinheiro criado pelo banco central, o qual está depositado na conta bancária da concessionária, criando assim um substituto monetário: € 100.000.

Agora imagine que concedamos ao nosso amigo, o banco A, o privilégio de manter como reservas apenas 10% deste dinheiro que lhe foi depositado, em vez de manter a custódia total. Isso significa que o banco pode agora comprar ativos (comprar imóveis ou fazer empréstimos, por exemplo) e pagar por eles utilizando depósitos em conta-corrente criados eletronicamente. Em outras palavras, o banco pode agora fazer empréstimos para uma pessoa e colocar dinheiro recém-criado na conta bancária desta pessoa.

Ativo		Passivo	
Dinheiro	€100.000	Depósito da concessionária BMW	€100.000
Empréstimo para pessoa U	€90.000	Depósito da pessoa U	€90.000

O banco criou €90.000 do nada e o colocou na conta bancária de U. Quando U utilizar este dinheiro em sua totalidade — por exemplo, comprando um bem da pessoa V em dinheiro vivo —, as reservas em dinheiro do Banco A caem para €10.000. O depósito de Y desaparece. O banco mantém uma taxa de reservas de 10%.

O balancete do banco A agora será:

Ativo		Passivo	
Dinheiro	€10.000	Depósito da concessionária BMW	€100.000
Empréstimo para pessoa Y	€90.000		

Imaginemos agora que a pessoa V seja cliente do banco B e deposite os €90.000 neste banco. Agora o banco B poderá expandir o crédito. Mantendo uma taxa de reservas de 10%, o banco B pode conceder um empréstimo de €81.000 para a pessoa W.

O balancete do banco B será:

Ativo		Passivo	
Dinheiro	€90.000	Depósito da pessoa V	€90.000
Empréstimo para pessoa W	€81.000	Depósito da pessoa W	€81.000

Agora, W pode utilizar seu empréstimo, retirar o dinheiro de sua conta bancária e transferi-lo para a pessoa X ao comprar um bem ou serviço dela. Após esta operação, o balancete do banco B será este:

Ativo		Passivo	
Dinheiro	€9.000	Depósito da pessoa V	€90.000
Empréstimo para pessoa W	€81.000		

A pessoa X é cliente do banco C e deposita seu dinheiro (€81.000) nele. O banco C tem agora novas reservas em dinheiro e pode criar dinheiro novo e conceder empréstimos à pessoa Y. Mantendo uma taxa de reservas de 10%, o empréstimo totaliza €72.900. O balancete do banco C será este:

Ativo		Passivo	
Dinheiro	€81.000	Depósito da pessoa X	€81.000
Empréstimo para pessoa Y	€72.900	Depósito da pessoa Y	€72.900

Podemos dar continuidade a este processo de criação monetária. Sob a hipótese de não haver nenhum atrito ou de empréstimos não serem utilizados, e de que a taxa de reservas será mantida em 10%, o sistema bancário pode multiplicar por 10 aquele depósito original de €100.000[99]

---

[99] Veja abaixo uma tabela mais completa mostrando a expansão do crédito em um sistema formado por bancos pequenos, baseando-nos no livro de Huerta de Soto, *Money, bank credit and economic cycles,* p.230.

	Dinheiro remanescente no cofre de cada banco	Expansão do crédito (dinheiro criado do nada)	Depósitos
Banco A	10.000	90.000	100.000
Banco B	9.000	81.000	90.000
Banco C	8.100	72.900	81.000
Banco D	7.290	65.600	72.900
Banco E	6.560	59.000	65.600

Miraculosamente, o sistema bancário criou dinheiro novo na forma de contas bancárias. Agora, a oferta monetária subiu para €1.000.000. A concessionária BMW, as pessoas V, X etc. possuem conjuntamente €1.000.000 em suas contas bancárias. O sistema bancário possui reservas em dinheiro de 10%, totalizando €100.000.

O altamente lucrativo esquema de criar dinheiro só se tornou possível por causa do privilégio concedido pelo governo, o qual, em nosso experimento, é você. De certa forma, neste exemplo, o governo é o chefe do sistema bancário e a pessoa Y pode ser o próprio governo. Você deu aos bancos o privilégio de criar dinheiro e, em troca, os bancos lhe financiam concedendo-lhe empréstimos ou comprando os títulos emitidos por você. Com efeito, quando deixamos de lado todas as complexidades e distrações do sistema, torna-se mais fácil pensar no dono da impressora de dinheiro, em você (o governo) e no sistema bancário como sendo todos uma só instituição. O sistema bancário de reservas fracionárias — nada mais do que um sistema de sucursais do banco central — intensifica o poder de criação de dinheiro do banco central. Dos €100.000 impressos pelo banco central, o sistema criou €1.000.000. Ao comprarem os títulos que você emitiu, os preços destes títulos sobem e, consequentemente, os juros que você tem de pagar sobre eles caem. Você pode agora usufruir taxas de juros mais baixas.

As ligações entre bancos centrais, bancos e o governo não são superficiais. Eles formam um grupo de elite que trabalha em estrita cooperação. Banqueiros e políticos raramente se criticam mutuamente. Eles frequentemente conversam e saem para jantar juntos.

Olhando o cenário geral, temos que o governo estabelece a sua própria impressora de dinheiro (banco central). O banco central compra majoritariamente títulos do governo, financiando o governo. O governo paga juros sobre estes títulos em posse do banco central, aumentando desta forma os lucros do banco central. Estes lucros são então

---

Banco F	5.970	53.100	59.000
Banco G	5.310	47.800	53.100
Banco H	4.780	43.000	47.800
Banco I	4.300	38.700	43.000
Banco J	3.780	34.000	37.800

Sistema bancário

Total d=100.000 x= d(1-c)/c= 900.000 d/c= 1.000.000

[d=depósito original; x= dinheiro criado pela expansão do crédito; c= taxa de reserva]

Observação: Os últimos três dígitos foram arredondados.

Tabela 6.1: Expansão do crédito em um sistema formado por bancos pequenos

remetidos ao governo. Quando os títulos maturam, o governo não tem de pagar o principal, pois o banco central compra um novo título para substituir o título vincendo; a dívida é rolada.

Olhando agora em um nível mais detalhado, o sistema de sucursais bancárias entra em cena. Os bancos têm o privilégio de poder criar dinheiro (moeda eletrônica). Os bancos também compram títulos do governo, ou os utilizam como colateral para obter empréstimos do banco central. Bancos não financiam apenas o governo por meio dessa criação de dinheiro; uma importante parte da sua atividade é conceder também empréstimos a consumidores e empreendedores. Todavia, o sistema bancário jamais abandona o governo; ele sempre financia suas dívidas. E ele é recompensado pelo banco central, o qual compra estes títulos do governo que estão em posse do sistema bancário, ou os aceita como colateral para conceder novos empréstimos ao sistema bancário.

No final, o sistema é simples. Uma impressora gera enormes tentações: ser capaz de comprar votos ou realizar sonhos políticos, por exemplo. Ao utilizar a impressora, a redistribuição favorece o governo e aqueles que primeiro recebem esse dinheiro recém-criado — em detrimento de todo o resto da população. Este esquema é providencialmente camuflado pelo governo, o qual institucionalmente separa a maneira como o dinheiro adentra a economia. O banco central é chamado de “independente”, mas continua comprando títulos do governo, coletando juros sobre estes títulos e remetendo seus lucros de volta para o governo. Os bancos, operando em um sistema de sucursais do banco central, participam das vantagens criadas pela produção de dinheiro e, por sua vez, ajudam a financiar o governo. Embora as conexões sejam complicadas, ao final tudo se resume a nada mais do que um indivíduo tendo uma impressora e a utilizando em seu próprio benefício e em detrimento de todo o resto da sociedade.

8. Diferenças entre o Fed e o BCE na criação de dinheiro

Tanto o Fed quanto o BCE praticam a lucrativa atividade da produção monopolista de papel-moeda fiduciário de curso forçado. Eles controlam as impressoras que produzem, respectivamente, dólares e euros. Porém, em termos de sua missão, o Fed é inerentemente mais inflacionário devido ao seu mandato dualista: garantir igualmente a estabilidade de preços e o crescimento econômico. O BCE, em contraste, possui objetivos mais hierárquicos: garantir primeiro a estabilidade de preços; depois, dar sustento às políticas econômicas da zona do euro.[100]

No que diz respeito às políticas operacionais, existem apenas pequenas diferenças entre os dois bancos centrais. O Federal Reserve (Fed) tradicionalmente compra e vende títulos governamentais com o intuito de influenciar a oferta monetária e a taxa básica de juros. Veja um balancete simplificado do Federal Reserve.

Ativo		**Passivo**	
Títulos do governo	$50	Cédulas	$20
Ouro	$30	Reservas bancárias	$80
Reservas internacionais	$20		

Neste exemplo, o Federal Reserve criou uma base monetária de cem dólares, constituída de vinte dólares em cédulas e oitenta dólares na forma de depósitos que os bancos mantêm junto ao Fed (o compulsório). Contrabalançando esse passivo, o Fed mantém ativos na forma de cinquenta dólares em títulos do governo, trinta dólares em ouro, e vinte dólares em reservas internacionais. Baseando-se nestas cédulas e reservas bancárias, o sistema bancário de reservas fracionárias pode expandir a oferta monetária da economia, seja concedendo mais empréstimos ou comprando mais títulos do governo.

Se o Fed quiser acrescentar reservas bancárias ao sistema, ele normalmente compra títulos do governo em posse dos bancos. Imaginemos que o Fed compre cinquenta dólares em títulos do governo que está em posse do sistema bancário. Isso implica um aumento nos títulos do governo para $100 no lado dos ativos e aumento para $130 nas reservas bancárias no lado dos passivos.

Ativo		**Passivo**	
Títulos do governo	$100	Cédulas	$20
Ouro	$30	Reservas bancárias	$130

[100] Uma boa comparação entre o BCE e o Fed que também inclui uma análise detalhada de ambas as organizações pode ser encontrada em Stephen G. Cecchetti and Róisín O´Sullivan, “the European Central Bank and the Federal Reserve,” *Oxford Review of Economic Policy* 19 (1, 2003): pp. 30-43.

Reservas internacionais $20	

A compra de títulos governamentais é chamada de operação de mercado aberto (operação no *open market*). O Fed normalmente recorre a operações de mercado aberto uma vez por semana com o intuito de manipular a taxa básica de juros da economia americana, isto é, a taxa de juros que os bancos cobram entre si no mercado interbancário para emprestar suas reservas bancárias para outros bancos ao final do dia. Quando as reservas bancárias aumentam, a taxa básica de juros tende a cair, e vice versa. O enfoque dado à taxa básica de juros desvia a atenção do esquema principal, a saber, o aumento da oferta monetária em prol do governo e seus amigos. A iniciativa de alterar a base monetária é toda do Fed.

Outra maneira de aumentar as reservas bancárias é por meio de empréstimos aos bancos. Isso, no caso do Fed, pode ser feito na forma de operações compromissadas, em que a iniciativa parte dos bancos (no lado dos ativos, as operações compromissadas aumentam; no lado dos passivos, as reservas bancárias também aumentam). Em uma operação compromissada (*também chamada no Brasil de 'acordo de recompra'*), o tomador de empréstimo concorda em vender um título para o emprestador e em comprá-lo de volta no futuro a um preço fixo. A diferença de preços representa a taxa de juros paga. As operações compromissadas do Fed são também uma forma de operação de mercado aberto. Elas ocorrem diariamente e, via de regra, possuem um prazo de maturação muito pequeno (um dia).

Para poderem tomar emprestado, via operações compromissadas, junto ao Fed, os bancos precisam oferecer um ativo como garantia, também chamado de colateral. O colateral irá servir de garantia para o Fed. Se o banco não puder quitar o empréstimo, o Fed poderá utilizar esse colateral para tentar recuperar seus fundos. O Fed tradicionalmente aceita títulos do Tesouro americano como colateral em suas operações compromissadas. O Fed faz com que haja uma constante demanda por títulos do governo; os bancos sabem que eles são aceitos como colateral para empréstimos. O esquema funciona assim: munidos do privilégio de poderem praticar reservas fracionárias, os bancos podem criar dinheiro do nada. Com uma parte deste dinheiro recém-criado do nada, eles compram títulos governamentais — pois o Fed pode ou aceitar esses títulos como colateral em troca de empréstimos ou comprá-los diretamente via *open market*. Como consequência desta compra de títulos governamentais pelo sistema bancário, os juros destes títulos caem. O governo, como resultado, pode agora pagar juros mais baixos sobre suas dívidas.

Outra forma de empréstimo é aquela feita pela chamada "janela de redesconto". Aqui, a iniciativa parte dos bancos. Eles podem pegar dinheiro emprestado junto ao Fed por meio da janela de redesconto a uma taxa de juros maior do que a taxa básica de juros. A janela de redesconto é um instrumento utilizado por bancos que estão necessitados de fundos e estão dispostos a pagar juros mais altos em troca destes fundos. Em épocas normais, a janela de redesconto não é utilizada pelos bancos justamente por causa dos juros punitivos. E o banco que recorre à janela de redesconto tem seu nome divulgado ao público, o torna esta alternativa bastante desinteressante.

Durante a crise de 2008, o Fed criou novos programas de empréstimos, com prazos de maturação mais longos, direcionados a uma maior variedade de entidades (não somente bancos comerciais); e passou a aceitar uma variedade maior de colaterais. O Fed também começou a comprar quantias consideráveis da dívida e dos títulos lastreados em hipotecas emitidos pelas agências hipotecárias Fannie Mae e Freddie Mac.

O BCE opera de maneira similar ao Fed, embora apresente algumas peculiaridades. O BCE utiliza três principais instrumentos para sua política monetária (eufemismo para criação de dinheiro): mudanças no compulsório, operações de mercado aberto e linhas de crédito permanentes. Em relação ao compulsório, não há nada de novo. Os bancos devem manter reservas em suas contas no BCE baseadas em seus depósitos em conta-corrente. Para cada €100 depositados por um correntista no banco, o banco deve manter €2 em sua conta no BCE. Isso significa que o banco pode emprestar os €98 restantes. Ao reduzir (ou aumentar) as reservas compulsórias que os bancos devem manter depositadas junto ao BCE, os bancos podem expandir o crédito (ou são forçados a contrair o crédito). No entanto, tal instrumento normalmente não é utilizado, de modo que a taxa do compulsório para depósitos em conta-corrente mantém-se constante em 2%.

Mais relevantes são as operações de mercado aberto e as linhas de crédito permanentes (a linha de crédito marginal e a linha de crédito de depósito). A diferença entre as duas é que a iniciativa das operações de mercado aberto parte do BCE, ao passo que a iniciativa das linhas de crédito parte dos bancos. Por meio da linha de crédito de depósito, os bancos podem depositar dinheiro junto ao BCE pelo período de um dia e receber juros sobre este depósito. Esta taxa de juros será o limite inferior da taxa de juros praticada pelo mercado interbancário. Nenhum banco aceitaria cobrar uma taxa menor pelos seus fundos no mercado interbancário pelo óbvio motivo de que ele sempre poderia recorrer à linha de crédito de depósito do BCE para obter juros melhores.

Já por meio da linha de crédito marginal (similar à janela de redesconto do Fed), os bancos podem pegar dinheiro emprestado do BCE a taxas punitivas. Através da linha de crédito marginal, o BCE cria base monetária; mas isso só ocorre quando os bancos recorrem a este mecanismo. A taxa de juros da linha de crédito marginal será o limite superior da taxa de juros praticada pelo mercado interbancário, o que significa que, em todo o sistema, nenhum banco pagará uma taxa maior do que aquela que ele pagaria na linha de crédito marginal.

A linha de crédito marginal vem com duas exigências adicionais para os bancos. Primeiro, os bancos somente poderão obter dinheiro às taxas punitivas da linha de crédito de marginal se oferecerem colateral suficiente. O colateral tem de ter uma dada qualidade. A qualidade é certificada por três agências licenciadas, isto é, privilegiadas: Moody’s, Fitch, e Standard and Poor's. Se um título for classificado como sendo de risco e de baixa qualidade, o BCE não irá aceitá-lo como colateral para seus empréstimos.

Segundo, aplica-se um *haircut* (dedução do valor dos títulos; diferença entre o real valor de mercado de um título e o valor cobrado pela parte emprestadora de uma transação) a este título (colateral), dependendo do prazo de maturidade e do seu risco. Se um banco oferece como colateral um título que valha €1.000, ele não conseguirá obter um empréstimo de €1.000, mas sim um valor menor. O *haircut* funciona como proteção

contra potenciais perdas. Imagine que o banco não consiga quitar seu empréstimo junto ao BCE, de modo que este tenha de vender o título para conseguir recuperar seus fundos. Nesse meio tempo, imagine que o valor do título tenha caído para €900. Se o *haircut* não houvesse sido aplicado, o BCE sofreria um prejuízo de €100. Em princípio, prejuízos não são um problema para o BCE, pois ele não depende de ter lucros ou prejuízos para sobreviver.

O BCE poderia continuar operando normalmente, dado que ele sempre poderá imprimir dinheiro para pagar suas contas e para emprestar ao sistema bancário. No entanto, bancos centrais sempre tentar evitar prejuízos por uma questão contábil: prejuízos reduzem seu patrimônio líquido. Consequentemente, prejuízos podem requerer estranhas medidas contábeis por parte do banco central, o que reduziria a confiança em uma moeda. Se o *haircut* for de 10%, o banco poderá obter um empréstimo de €900 dando ao BCE um título de €1.000. Não surpreendentemente, *haircuts* para títulos do governo são menores do que para outros tipos de títulos. Esta é só mais uma maneira de favorecer discretamente as finanças governamentais por meio da criação de dinheiro.

Ao contrário da linha de crédito marginal, a iniciativa das operações de mercado aberto é toda do BCE. Há basicamente duas maneiras de o BCE produzir dinheiro por meio das operações de mercado aberto. Na primeira, o BCE compra ou vende títulos diretamente. No entanto, este processo de compra ou venda de títulos não é o procedimento normal de manipulação da oferta monetária.

Normalmente, o BCE utiliza os segundo método e empresta dinheiro recém-criado para os bancos via linhas de crédito, as quais diferem entre si tanto em propósitos quanto em duração. Há a linha de crédito de refinanciamento estrutural, a linha de crédito de ajuste fino (este termo não remete a *engenharia social*?), a linha de crédito de refinanciamento de longo prazo e a linha de crédito principal de refinanciamento. Em todas estas linhas de crédito, títulos não são comprados, mas sim utilizados em transações reversas: operações compromissadas ou empréstimos colateralizados. Um empréstimo colateralizado é similar a uma operação compromissada.

Em uma operação compromissada, o BCE compra um título com dinheiro recém-criado e o revende mais tarde a um preço maior, sendo esta diferença de preços a taxa de juros. Ele pode comprar um título a €1.000 e revendê-lo a €1.010 após um ano, o que dá uma taxa de juros de 1%.

Em um empréstimo colateralizado, o banco recebe um empréstimo de €1.000, dando um título como garantia, e paga €10 de juros. A diferença entra a operação compromissada e o empréstimo colateralizado é basicamente de natureza jurídica. Na operação compromissada, a propriedade do colateral é transferida para o BCE, ao passo que, no empréstimo colateralizado, a propriedade do título permanece o tempo todo sendo do banco que pegou empréstimo junto ao BCE e apenas utilizou o título como garantia.

Semanalmente, o BCE decide a quantidade de base monetária que ele quer injetar na União Monetária Europeia. Os prazos de maturação normalmente são de duas semanas. O BCE basicamente faz um leilão do dinheiro recém-criado. Os bancos fazem propostas com taxas de juros fixas e com taxas de juros variáveis. Nas propostas de taxa de juros fixa, a taxa de juros é estipulada pelo BCE e os bancos recebem o dinheiro recém-criado proporcionalmente aos seus pedidos. Já nas propostas de taxa de juros

variável, uma determinada quantia de dinheiro é ofertada pelo BCE e os bancos propõem as taxas de juros que estão dispostos a pagar por aquela quantia. Ato contínuo, o dinheiro é distribuído proporcionalmente às taxas de juros oferecidas por cada banco.

Diferenças

Uma das principais diferenças entre o BCE e o Fed é que o BCE sempre aceitou uma variedade maior de colateral, o que torna suas políticas mais "flexíveis". O Fed aceita (ou compra) em suas operações de mercado aberto somente títulos classificados como AAA, a saber: títulos do Tesouro americano, dívidas das agências federais americanas, ou dívidas hipotecárias garantidas por agências federais. [101] Na janela de redesconto, aceita-se títulos com grau de investimento (cuja classificação é BBB- ou maior). [102]

O BCE tradicionalmente aceita uma variedade maior de colateral em suas operações de mercado aberto. Além de títulos governamentais, o BCE também aceita títulos lastreados em hipotecas, empréstimos bancários cobertos, e outros tipos de dívida que sejam classificados no mínimo como A-. Esta classificação mínima foi reduzida como medida emergencial durante a crise para BBB-, sendo que o plano era que tal medida expiraria após um ano. Antes que tal exceção expirasse, no entanto, a medida foi prorrogada, pois a classificação da Grécia estava prestes a ser reduzida para baixo disso. No final, fez-se a exceção para os títulos gregos, os quais seriam aceitos independentemente de sua classificação.

Ambos os bancos centrais dão apoio à dívida de seus governos, mas de maneiras distintas. Ao passo que o Fed utiliza somente títulos governamentais ou dívidas de agências federais ou dívidas garantidas por estas agências, estimulando assim a demanda por tais papeis, o BCE cria um viés em prol das dívidas governamentais ao aplicar um *haircut* mais baixo para elas.

Outra pequena diferença entre o Fed e o BCE está na maneira como a oferta monetária é alterada, isto é, na maneira como cada um cria dinheiro. Em suas operações de mercado aberto, o Fed prefere compras diretas de títulos, ao passo que o BCE prefere transações reversas.

Imagine que o Fed queira aumentar as reservas bancárias em $1.000. Para isso, ele irá comprar $1.000 em títulos do governo. As reservas bancárias estarão $1.000 maiores enquanto o Fed não vender estes títulos de volta para o sistema bancário. Enquanto estiver em posse destes títulos, o Fed irá coletar os juros que o governo paga sobre eles. No final, deduzidas suas despesas, uma parte do lucro será remetida de volta para o governo americano.

Se o BCE, por sua vez, tiver o objetivo de aumentar a oferta monetária em €1.000, ele irá leiloar €1.000 por meio de transações reversas, aceitando títulos do governo como colateral e aplicando *haircuts*. O BCE também coleta juros sobre estes empréstimos e

---

[101] Ver Federal Reserve, "The Federal Reserve System: Purposes and Functions," 9th ed. (2005), http://www.federalreserve.gov, pp. 39-40.

[102] Ibid., p. 50.

remete parte do seu lucro para os bancos centrais de todos os países da zona do euro, os quais os repassam para seus respectivos governos. Quando estes empréstimos maturam, o BCE pode rolá-los. Neste caso, o aumento de €1.000 nas reservas bancárias será mantido. Na prática, os títulos do governo são utilizados para criar mais dinheiro, em ambos os casos. A operação é desfeita quando o Fed vende os títulos do governo de volta para o setor bancário ou quando o BCE decide não rolar os empréstimos que fez ao sistema bancário.

Como o BCE financia os governos da zona do euro

Quando os governos gastam mais do que coletam em impostos, eles emitem títulos. Em contraposição ao Fed, o BCE não compra estes títulos diretamente (embora isso tenha mudado com a recente crise da dívida soberana).[103] [104] Imagine que um título que valha €1.000 e que tenha um prazo de maturação de 10 anos seja vendido por um governo da zona do euro. Os bancos comprarão este título — possivelmente criando dinheiro via reservas fracionárias —, pois sabem que o BCE aceitará este título como colateral.

O BCE aceitará este título em uma transação reversa — como um empréstimo colateralizado — com um prazo de maturação de uma semana (ou de um mês), criando dinheiro e o emprestando aos bancos. Ao término desta semana, o BCE irá simplesmente renovar o empréstimo e continuar em posse deste título caso ele queira manter a atual oferta monetária. O BCE pode continuar agindo assim pelos próximos dez anos. Após dez anos, o governo terá de quitar o principal deste título, e provavelmente irá fazê-lo emitindo um outro título. E assim será *ad eternum*. O governo nunca precisa quitar sua dívida; ele pode simplesmente emitir uma dívida nova para pagar a antiga. Mas ainda assim fica a pergunta: o governo ao menos paga os juros deste título? Sim, mas os juros são pagos para o BCE. Como mencionado anteriormente, uma parte do pagamento dos juros é enviada de volta para o governo, uma vez que os lucros do BCE são remetidos para cada banco central nacional de acordo com o capital de cada um junto ao BCE. Dali, os lucros são enviados para seus respectivos governos.

Mas e quanto aos pagamentos de juros que não estão voltando, isto é, que não são remetidos de volta para o governo na forma de lucros? Os governos não têm de pagá-los? Novamente, o governo pode apenas emitir um título novo, arrecadar dinheiro e utilizá-lo para pagar esta despesa. Os bancos compram o título e o BCE o aceita como colateral. É desta forma que o BCE financia os déficits das nações que fazem parte do euro.

Como é possível, então, que a Grécia tenha tido problemas de refinanciamento? A Grécia na realidade teve problemas para rolar a sua dívida. Temia-se que o BCE não

---

[103] Ver Rita Nazareth and Gavin Serkin, “Stocks, Commodities, Greek Bonds Rally on European Loan Package,” *Bloomberg* (May 10, 2010), http://noir,bloomberg.com.

[104] Seria mais correto falar “eurossistema” em vez de “BCE”. O eurossistema é formado pelos bancos centrais das nações-membro mais o BCE. No entanto, dado que os bancos centrais das nações-membro apenas seguem ordens do BCE dentro de seus respectivos países, é comum simplificar utilizando o termo “BCE”.

mais fosse aceitar títulos gregos, e que a classificação destes caíssem para um nível menor do que o mínimo aceito. Ademais, vários investidores começaram a especular que os problemas políticos gerados pelos crescentes déficits e pela crescente dívida da Grécia pudessem pôr um fim à monetização da dívida grega. Em algum momento, o governo alemão e outros governos europeus iriam intervir e exigir que o BCE parasse de financiar os crescentes déficits e endividamento da Grécia. Também temia-se que outros países não socorressem a Grécia por meio de empréstimos governamentais diretos. Este tipo de apoio direto vai contra os termos do Tratado de Maastrich, sem falar nas enormes dificuldades políticas de tentar persuadir a população do país cujo governo iria utilizar seu dinheiro para ajudar a Grécia.

No final, o resgate da Grécia pode simplesmente não ter sido uma opção economicamente viável. O risco de um calote aumentou e as taxas de juros para os títulos gregos dispararam, levando a uma crise da dívida soberana.

9. Por que a União Monetária Europeia é um sistema autodestrutivo

Quando, em um determinado sistema monetário, os direitos de propriedade sobre o dinheiro são definidos de maneira obscura, há a ocorrência de vários efeitos externos negativos. O arranjo institucional do euro, com seus direitos de propriedade debilmente definidos, levou o sistema para perto do colapso, e pode ser chamado de uma tragédia dos comuns.

Papel-moeda de curso forçado e custos externos

Custos e benefícios externos são o resultado de direitos de propriedade mal definidos ou mal defendidos. [105] O proprietário não assume todas as vantagens ou todas as desvantagens do uso de uma propriedade. E dado que o agente não é totalmente responsável pelos efeitos de suas ações, ele não irá levar em consideração todas as consequências de suas ações.

O agente que não tira proveito de alguns dos benefícios de suas ações não irá levar em conta todos os efeitos positivos dela. Um exemplo desses benefícios (externos) positivos pode ser o do dono de uma macieira cujos direitos de propriedade sobre as maçãs que crescem na árvore não estão garantidos. As pessoas que caminham pela rua e passam sob a árvore podem simplesmente pegar as maçãs que estiverem ao seu alcance. Esse comportamento é permitido pelo governo. O dono da macieira provavelmente agiria diferente caso ele fosse o único patrono da árvore. No atual arranjo, ele pode não querer proteger a árvore contra insetos, ou pode até mesmo derrubar a árvore para queimar a madeira.

Similarmente, o proprietário de algo pode gerar alguns custos externos. Custos externos resultam da ausência de direitos de propriedade. Custos externos são um ônus não para o proprietário, mas para terceiros. O proprietário irá empreender alguns projetos que ele não empreenderia caso tivesse de assumir todos os custos. Um exemplo de custos externos seria o proprietário de uma fábrica que despeja lixo em um lago público. Este

---

[105] Ludwig von Mises, *Human Action,* Scholar's Edition (Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute, 1998), p. 651. É necessário enfatizar que aqui estamos nos referindo a consequências positivas ou negativas resultantes de direitos de propriedade mal definidos ou mal defendidos. Não estamos nos referindo a consequências psicológicas ou monetárias de determinadas ações. Você cultivar flores no seu jardim pode ter efeitos positivos ou negativos sobre o bem-estar do vizinho. Os efeitos sobre o bem-estar do vizinho são normalmente chamados de efeitos externos psicológicos. Na literatura, há também um outro efeito externo. Se um cinema for construído perto de um restaurante, provavelmente haverá efeitos monetários positivos para o dono do restaurante, uma vez que os frequentadores do cinema tenderão a ir ao restaurante após a sessão. Poderá também haver efeitos externos negativos sobre outros restaurantes. Tais efeitos são normalmente chamados de efeitos externos pecuniários. Quando falarmos neste capítulo sobre efeitos externos, não estaremos nos referindo nem aos efeitos psicológicos e nem aos efeitos monetários das ações. Todas as ações podem ter estes efeitos. Antes, estaremos nos referindo aos efeitos de ações resultantes de direitos de propriedade mal definidos ou mal defendidos. Em termos da literatura ortodoxa, estamos lidando aqui com externalidades tecnológicas, e não com externalidades pecuniárias ou psicológicas.

lago pode ser propriedade privada de terceiros, mas o governo não vai defender os direitos de propriedade dos donos do lago porque considera a fábrica extremamente essencial para o crescimento econômico. Neste cenário, o proprietário da fábrica não tem de assumir todos os custos da produção, pois pode externalizar uma parte dos custos ao jogar sobre terceiros o lixo produzido. Se o proprietário da fábrica tivesse de pagar pelo descarte do lixo, ele provavelmente agiria diferente. Ele poderia produzir menos, ou operar de forma mais econômica, de modo a produzir menos resíduos. Uma vez que os direitos de propriedade do lago não são bem defendidos ou nem sequer são definidos (como no caso de o lago ser propriedade pública), o dono da fábrica está liberado da responsabilidade de alguns dos custos incorridos. Como consequência, haverá mais poluição do que haveria caso os direitos de propriedade fossem bem definidos.

O nosso atual sistema monetário possui vários níveis, e em cada um desses níveis os direitos de propriedade não são claramente definidos e defendidos. No primeiro nível, os direitos de propriedade estão ausentes no campo da produção da base monetária — também chamado de dinheiro padrão, composto pelo dinheiro que existe fisicamente (cédulas, moedas metálicas e reservas bancárias que os bancos mantêm depositadas junto ao banco central). O dinheiro oriundo de produção privada, o ouro, foi nacionalizado no século XX, e a produção privada de moeda-commodity pertence ao passado.

É importante ressaltar que, sob o padrão-ouro, não havia efeitos (tecnológicos) externos envolvidos na produção do dinheiro padrão. Os produtores privados de ouro incorriam em custos substanciais ao minerar o ouro, e eles colhiam todos os benefícios desta atividade. É verdade que o aumento na oferta monetária de ouro tendia a gerar uma elevação de preços dos bens e serviços, o que significa que tal atividade gerava efeitos externos pecuniários. Porém, um aumento na produção de bens que afete o poder de compra do dinheiro e os preços relativos não implica nenhuma violação da propriedade privada. Qualquer pessoa era livre para procurar ouro, minerá-lo e vendê-lo no mercado. Ninguém era obrigado a aceitar ouro em pagamento. Além disso, a propriedade privada sobre o dinheiro metálico era defendida.

A perda de poder de compra causada pela mineração trouxe consigo efeitos redistributivos. No entanto, efeitos redistributivos por si sós não implicam efeitos externos. Qualquer mudança nas condições de mercado possui efeitos redistributivos. Se a produção de maçãs aumenta, seu preço cai, o que beneficia algumas pessoas, especialmente aquelas que gostam de maçãs. Se houver um aumento conduzido pelo livre mercado na produção de ouro-dinheiro ou de maçãs, haverá redistribuição, mas não estará havendo uma aplicação errônea dos direitos de propriedade privada e, consequentemente, não estará havendo custos externos (tecnológicos).

Ademais, o aumento na produção de ouro-dinheiro não gerou o efeito externo negativo de reduzir a qualidade do dinheiro.[106] Ao aumentar o número de moedas de ouro, o conteúdo médio metálico de uma moeda de ouro não foi reduzido. O ouro pôde continuar cumprindo seu propósito de ser um meio de troca e uma reserva de valor.

---

[106] Para mais sobre a qualidade do dinheiro, ver Philipp Bagus, "The Quality of Money," *Quarterly Journal of Austrian Economics* 12 (4, 2009): pp. 41-64.

Durante o século XX, os governos incorporaram e monopolizaram a produção de dinheiro. O dinheiro de ouro, que era de produção privada e possuía direitos de propriedade claramente definidos, foi substituído por papel-moeda fiduciário estatal. Este monopólio monetário por si só implica uma violação dos direitos de propriedade. Somente os bancos centrais passaram a poder produzir base monetária, isto é, cédulas ou reservas bancárias que os bancos mantêm depositadas no banco central. Os direitos de propriedade também são infringidos pelo fato de o papel-moeda ser de curso forçado. Todos os indivíduos têm de aceitar o dinheiro estatal para o pagamento de dívidas e o governo aceita somente este dinheiro para o pagamento de impostos. [107]

Ao conceder ao dinheiro de papel uma posição privilegiada e ao monopolizar sua produção, o governo faz com que os direitos de propriedade sobre o dinheiro não sejam defendidos e os custos da produção do dinheiro sejam parcialmente arcados por terceiros. Caso ninguém fosse obrigado a aceitar esse dinheiro estatal e todos pudessem produzir o seu próprio dinheiro, não haveria nenhum custo externo. As pessoas poderiam simplesmente decidir não aceitar dinheiro de papel ou decidir produzi-lo elas próprias.

No atual arranjo, os benefícios da produção de dinheiro são retidos pelo seu produtor — no caso, os bancos centrais e seus controladores (os governos). Custos externos na forma de elevação de preços e, na maioria dos casos, um dinheiro de menor qualidade, são arcados por todos os usuários desse dinheiro de curso forçado. Unidades adicionais de dinheiro não apenas tendem a elevar os preços, como também fazem com que a qualidade do dinheiro caia. A qualidade média dos ativos lastreando o dinheiro é normalmente reduzida pela produção de papel-moeda de curso forçado.

Imagine que 20% da base monetária seja lastreada por reservas de ouro. Se o banco central comprar títulos governamentais, títulos lastreados em hipotecas, ou aumentar os empréstimos para os bancos e com isso aumentar a oferta de base monetária fiduciária em 100%, a qualidade média da base monetária irá cair. Após estas políticas expansionistas, somente 10% da monetária estará lastreada em ouro e 90% estará lastreada por ativos de menor qualidade.

Ter reservas em ouro é relevante mesmo se não houver promessas de restituição. Reservas em ouro podem estimular a confiança em uma moeda e podem ser utilizadas em situações de pânico para defender a moeda. Elas também são importantes em caso de reformas monetárias. À diferença do cenário em que o dinheiro é um papel-moeda fiduciário, no qual um aumento na oferta monetária dilui a qualidade da moeda, quando o dinheiro é o ouro, não há uma diluição na qualidade do dinheiro em decorrência de novas minerações. Ao se cunhar novas moedas de ouro, a qualidade das moedas de ouro que já existiam permanece intocada.

Devido à violação dos direitos de propriedade na produção da base monetária, os governos podem lucrar com a produção de dinheiro e a externalizar alguns custos. Os benefícios para o governo são claros. Eles podem financiar seus gastos com esse novo

---

[107] Para uma descrição das intervenções governamentais no sistema monetário e uma proposta de reforma, ver Hans Sennholz, *Money and Freedom* (Spring Mills, Pa.: Libertarian Press, 1985).

dinheiro recém-criado pelo banco central. Os custos são deslocados para a população na forma de um dinheiro de menor qualidade e com menor poder de compra.

A tragédia dos comuns e o sistema bancário

Outro nível do sistema monetário em que os direitos de propriedade são mal definidos é o sistema bancário, no qual ocorre aquilo que economistas chamam de 'tragédia dos comuns'. A 'tragédia dos comuns', expressão cunhada pelo ecologista Garret Hardin, [108] é um caso especial do problema dos custos externos. Como explicado acima, custos externos geralmente ocorrem quando direitos de propriedade não são bem definidos ou defendidos, e quando um proprietário privilegiado pode externalizar seus custos sobre terceiros. É o caso do proprietário da fábrica que despeja impunemente seu lixo no lago privado ou o caso do banco central que produz dinheiro de curso forçado com o monopólio garantido pelo estado. Em uma tragédia dos comuns, uma característica específica é adicionada ao problema dos custos externos. Não apenas um, mas vários agentes que exploram uma propriedade podem externalizar seus custos sobre terceiros. Não apenas um, mas vários donos de fábricas podem despejar lixo no lago privado. Da mesma maneira, mais de um banco pode produzir meios fiduciários.

Os exemplos tradicionalmente utilizados para ilustrar uma tragédia dos comuns são os de propriedades comunais, como praias públicas ou cardumes no oceano. Eles são explorados sem levar em consideração as desvantagens que podem ser parcialmente externalizadas. Os benefícios são obtidos por vários usuários, mas alguns dos custos são externalizados. Vejamos os incentivos para um determinado pescador. Ao pescar o cardume, o pescador obtém os benefícios na forma de peixes; entretanto, os custos de um cardume agora reduzido são arcados por todos.

Se houvesse direitos de propriedade privada sobre o cardume, o proprietário desse cardume iria assumir totalmente os custos da redução de seu tamanho. O proprietário teria um interesse em sua preservação de longo prazo. Ele seria dono não apenas do uso presente (peixes capturados), mas também do valor capital do cardume. O proprietário saberia que cada peixe que ele pescasse poderia implicar a redução do número de peixes para o futuro. Ele compara os custos e benefícios da pesca e consequentemente decide sobre o número de peixe que ele quer pescar. Ele tem interesse no valor capital ou na preservação de longo prazo do cardume.

A situação se altera radicalmente quando o cardume é propriedade pública. Há aí um incentivo para a pesca predatória (isto é, pescar excessivamente causando a queda ou aniquilação da pesca na área), pois os benefícios são internalizados e os custos, parcialmente externalizados. Todos os benefícios vão para o pescador, ao passo que os estragos decorridos da redução do cardume são arcados por todo o grupo de pescadores. Com efeito, há o incentivo para se pescar o mais rápido possível, pois cada pescador sabe que seus colegas pensam da mesma forma. Se eu não pescar logo, outros irão, e colherão os benefícios para si próprios, enquanto eu arcarei com os custos de um cardume reduzido. Em uma tragédia dos comuns "pura", não há limites para a exploração excessiva — e, como resultado, os recursos desaparecem.

---

[108] Garrett Hardin, "The Tragedy of the Commons," *Science* New Series 162 (3859, 1968): pp. 1243-1248.

O conceito de tragédia dos comuns pode ser exitosamente aplicado também em outras áreas, como, por exemplo, o sistema político. Hans-Hermann Hoppe[109] aplicou o conceito à democracia. Em uma democracia, a entrada no aparato governamental é pública. Uma vez no governo, o indivíduo ganha acesso à propriedade de todas as pessoas do país utilizando o aparato coercivo do estado. Os benefícios dessa apropriação da propriedade privada são internalizados, ao passo que os custos são arcados por toda a população. Após um mandato, outras pessoas podem ganhar acesso ao aparato de coerção. Assim, o incentivo é explorar ao máximo possível todos os limites do privilégio enquanto se estiver no poder.

Outra proveitosa aplicação da tragédia dos comuns ocorre no campo monetário. Em nosso atual sistema bancário, [110] em que os direitos de propriedade não são claramente definidos e defendidos, [111] qualquer banco pode expandir o crédito produzindo meios fiduciários — isto é, conceder empréstimos criando depósitos à vista sem qualquer lastro. No nível da base monetária, quando um único banco central pode criar dinheiro, não há uma tragédia dos comuns. Entretanto, no nível do sistema bancário, uma tragédia dos comuns ocorre precisamente porque qualquer banco pode produzir meios fiduciários.

No sistema bancário, os princípios jurídicos tradicionais dos contratos de depósitos não são respeitados. [112] O sistema não deixa claro se os correntistas estão na realidade emprestando dinheiro ao banco ou se estão fazendo depósitos genuínos. Depósitos genuínos requerem que o depositante tenha plena disponibilidade sobre todo o dinheiro que ele depositou. Com efeito, essa total disponibilidade pode ser o motivo por que a maioria das pessoas mantém depósitos à vista. Entretanto, o governo concede aos bancos o privilégio legal de utilizar o dinheiro que os correntistas depositaram neles. Assim, os direitos de propriedade sobre o dinheiro depositado se tornam nebulosos.

Bancos que fazem uso desse privilégio legal e dessa nebulosa definição dos direitos de propriedade sobre depósitos à vista podem obter lucros extraordinários. Eles podem criar depósitos literalmente do nada, utilizá-los para conceder empréstimos e ainda cobrar juros. Assim, a tentação de expandir o crédito é praticamente irresistível.

---

[109] Hans-Hermann Hoppe, *Democracy – The God that Failed* (Rutgers, NJ: Transaction Publishers, 2001).

[110] Huerta de Soto, *Money, Bank Credit and Economic Cycles,* p. 666.

[111] George A. Selgin e Lawrence H. White, "In Defense of Fiduciary Media, or We are Not (Devo)lutionists, We are Misesians!" *Review of Austrian Economics* 9 (2, 1996), fn. 12, não fazem uma distinção entre efeitos externos pecuniários e tecnológicos. Eles não veem nenhuma violação dos direitos de propriedade na criação de meios fiduciários ou qualquer diferença entre emitir meios fiduciários e minerar ouro em um padrão-ouro. No entanto, há diferenças importantes. Ambas as ações afetam o nível de preços, mas uma viola os direitos de propriedade, ao passo que a outra não. Huerta de Soto, *Money, Bank Credit and Economic Cycles,* and Hans-Hermann Hoppe, Jörg Guido Hülsmann and Walter Block, "Against Fiduciary Media," *Quarterly Journal of Austrian Economics* 1 (1, 1998): pp. 19-50, apontam quais são estas importantes diferenças que há nas mudanças de preço causadas por aumentos na oferta monetária com e sem violações dos direitos de propriedade.

[112] Huerta de Soto, *Money, Bank Credit and Economic Cycles.*

Ademais, os bancos irão tentar expandir o crédito e criar meios fiduciários o máximo possível e o mais rápido que puderem. Essa expansão do crédito gera aquele fenômeno típico encontrado na tragédia dos comuns — os custos externos. Nesse caso, todos os indivíduos da sociedade são prejudicados pelos aumentos nos preços trazidos pela emissão de meios fiduciários.

Existem, entretanto, várias diferenças entre um sistema bancário de reservas fracionárias e uma tragédia dos comuns (como um cardume sem dono). Na análise do ecologista Hardin, virtualmente não há limites para a exploração das propriedades "sem dono definido". A exploração contínua dos recursos públicos será interrompida somente quando os custos se tornarem maiores que os benefícios, ou seja, quando o cardume for tão pequeno que o esforço de busca pelos peixes remanescentes deixa de ser vantajoso. Também para os bancos que praticarem reservas fracionárias em um livre mercado, haverá limites importantes para a emissão de meios fiduciários à custa dos clientes. Esse limite será determinado pelo comportamento dos outros bancos e de seus clientes. Mais especificamente, a expansão do crédito será limitada, uma vez que os bancos, por meio do sistema de compensação de cheques (ou cartão de débito), podem levar uns aos outros à falência.

Imagine dois bancos: o banco A e o banco B. O banco A expande o crédito; o banco B, não. Os certificados de depósito emitidos pelo banco A são trocados entre os clientes do banco A e os clientes do banco B. Em algum momento, os clientes do banco B ou o próprio banco B irão demandar do banco A a restituição em dinheiro destes certificados de depósito. Consequentemente, o banco A irá perder parte de suas reservas em dinheiro. Assim como todo banco que pratica reservas fracionárias, o banco A está inerentemente insolvente; ele não pode restituir em dinheiro todos os certificados de depósito que emitiu. Se o banco B e seus clientes demandarem que o banco A restitua em dinheiro os certificados de depósito que emitiu em um volume incapaz de ser honrado, o banco A terá de declarar falência.

Assim, o sistema de compensação e os clientes dos outros bancos demandando restituição em dinheiro determinam limites estreitos para a criação de meios fiduciários. Os bancos passam a ter um incentivo para restringir a expansão de meios fiduciários, expandindo menos do que os bancos rivais, com o objetivo final de levar esses seus concorrentes à falência. Em outras palavras, é verdade que esses bancos naturalmente irão querer explorar as grandes oportunidades de lucro oferecidas pelos direitos de propriedade mal definidos, porém eles poderão expandir o crédito somente até determinado ponto; um ponto em que o risco de falência ainda pode ser evitado. A concorrência os obriga a restringir sua expansão do crédito.

A questão agora passa a ser como os bancos podem elevar seus lucros por meio da expansão do crédito ao mesmo tempo em que mantêm sob controle o risco de falência. A solução, obviamente, é fazer acordos entre si com o intuito de evitar as consequências negativas de uma expansão creditícia independente e não coordenada. Sendo assim, os bancos estabelecem uma política comum de expansão creditícia simultânea. Essas políticas permitem que eles se mantenham solventes, mantenham suas reservas de dinheiro inalteradas entre si, e colham altos lucros.

Portanto, a tragédia dos comuns não apenas prognostica a exploração excessiva e os custos externos de recursos cujos direitos de propriedade são mal definidos, como

também explica por que, em um sistema bancário livre, haverá pressão para a formação de acordos, fusões e cartéis. Entretanto, mesmo com a formação de cartéis, a ameaça de insolvência permanece. Em outras palavras, o incentivo para levar os concorrentes à falência ainda continua em vigor, o que resulta na instabilidade dos cartéis.

Para os bancos que praticam reservas fracionárias, haverá uma grande demanda para a criação de um banco central que coordene a expansão creditícia do sistema bancário. Aquela diferença entre a tragédia dos comuns aplicada ao meio ambiente e a tragédia dos comuns aplicada ao sistema bancário livre — os limites sobre a exploração excessiva — é agora removida pela introdução do banco central. Assim, como explicou Jésus Huerta de Soto, uma genuína situação de tragédia dos comuns ocorre somente quando existe um banco central coordenando o sistema bancário. Os bancos podem agora explorar sem restrições a propriedade mal definida (o dinheiro).

Mesmo no mais confortável dos cenários para os bancos — isto é, com a criação de um banco central e com papel-moeda de curso forçado —, ainda restam outros limites. O banco central pode tentar regular os empréstimos bancários, desta forma controlando e limitando a expansão de crédito até um determinado grau. A restrição suprema à expansão de crédito — o risco de hiperinflação — também se mantém. Em outras palavras, mesmo com a criação de um banco central, ainda continua existindo um freio sobre a exploração da propriedade privada. Em uma situação ideal de "tragédia dos comuns", a tendência é explorar as propriedades mal definidas o mais rápido possível e, ao mesmo tempo, impedir que outros agentes façam o mesmo. Porém, mesmo com a existência de um banco central que garanta sua solvência, não é do interesse dos bancos que praticam reservas fracionárias criar meios fiduciários o mais rápido possível. Fazer isso poderia levar a uma hiperinflação descontrolada. A exploração dos comuns deve, portanto, ser prolongada e implementada cuidadosamente.

A exploração excessiva da propriedade pública pode ser restringida de várias maneiras. A mais simples é a privatização da propriedade pública. Direitos de propriedade privada seriam finalmente definidos e defendidos. Outra solução é a persuasão moral e a educação dos agentes que exploram os comuns. Por exemplo, pescadores podem voluntariamente restringir a exploração do cardume. Ainda outra opção é a regulamentação dos comuns para restringir a exploração excessiva. Hardin[113] rotula essa regulamentação de "comuns administrados". O governo limitaria a exploração.

Um exemplo seria a introdução de quotas de pescaria, as quais dariam a cada pescador uma determinada quota de pesca por ano. Cada pescador receberia um direito de monopólio que ele tentaria explorar em sua totalidade. A exploração excessiva seria, portanto, reduzida e administrada.

No caso do sistema bancário atual, temos uma situação de "comuns administrados". Os bancos centrais e a regulação do sistema bancário coordenam e limitam a expansão creditícia feita pelos bancos. Ao exigir depósitos compulsórios, ao gerenciar a quantidade de reservas bancárias e ao determinar as taxas de juros, os bancos centrais podem limitar a expansão do crédito e os custos externos do reduzido poder de compra do dinheiro.

---

[113] Hardin, "The Tragedy of the Commons."

O euro e a tragédia dos comuns

Embora os efeitos externos gerador por um produtor de dinheiro monopolista e por um sistema bancário de reservas fracionárias regulado por um banco central sejam comuns no mundo ocidental, o estabelecimento do euro implica um terceiro e singular nível de efeitos externos. O arranjo institucional do Eurossistema na União Monetária Europeia (UME) foi feito de tal forma que todos os governos podem utilizar o Banco Central Europeu (BCE) para financiar seus déficits.[114]

Um banco central pode financiar os déficits de um governo comprando os títulos da dívida deste governo ou os aceitando como colateral em troca de novos empréstimos para o sistema bancário. Na zona do euro, criou-se um novo arranjo: vários governos podem financiar seus déficits por meio de um único banco central — o BCE.

Quando os governos da UME incorrem em déficits orçamentários, eles emitem títulos para conseguir financiamento. Uma parte substancial destes títulos é comprada pelo sistema bancário.[115] O sistema bancário compra prazerosamente esses títulos porque sabe que eles serão aceitos pelo BCE como colateral nas operações de concessão de empréstimos aos bancos. [116] Ademais, os bancos são obrigados, por regulação, a manter uma certa proporção de seu fundos aplicada em “Ativos Líquidos de Alta Qualidade”, o que os estimula a investir em títulos do governo. Isso significa que é essencial e lucrativo para os bancos possuírem títulos governamentais em suas carteiras. Ao apresentar esses títulos ao BCE, os bancos recebem dinheiro criado do nada pelo BCE.

O mecanismo funciona da seguinte maneira: os bancos criam dinheiro eletrônico ao expandirem o crédito. Eles adquirem títulos públicos com este dinheiro e os utilizam em operações junto ao BCE. Nessas operações, o BCE cria dinheiro (eletrônico ou físico) e compra os títulos públicos, ou os aceita como colateral, em troca do dinheiro criado do nada. Esse dinheiro vai parar nas reservas dos bancos. Os bancos podem agora utilizar esse novo dinheiro para criar ainda mais meios fiduciários.

O resultado final é que os governos financiam seus déficits com dinheiro criado do nada (meios fiduciários) pelo sistema bancário, o qual compra títulos públicos do governo e

---

114 Seria mais correto falar "Eurossistema" em vez de "Banco Central Europeu". O Eurossistema é formado pelos bancos centrais dos países-membros mais o BCE. Entretanto, dado que os bancos centrais dos países-membros se limitam apenas a receber ordens do BCE dentro de seus respectivos países, normalmente simplifica-se utilizando apenas o termo "BCE"

[115] É difícil dizer quanto da dívida governamental europeia está em posse dos bancos europeus. Provavelmente é algo em torno de 20%. A parte restante é comprada por companhias de seguro, fundos de investimento, fundos monetários, governos e bancos estrangeiros. As instituições do setor privado que investem em títulos governamentais o fazem em parte porque os bancos fornecem uma contínua demanda por este valioso colateral. Infelizmente, também não sabemos quanto dos títulos emitidos pelos governos acabam sendo utilizados pelo Eurossistema como colateral, pois a informação sobre colaterais não é divulgada pelo BCE.

[116] Ver BCE, *The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area: General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures* (November, 2008), disponível em http://www.ecb.int, para a operação da UME e as regras sobre colaterais do BCE.

os utiliza em operações junto ao BCE, nas quais eles, os bancos, recebem base monetária recém-criada ao utilizar estes títulos governamentais como colateral. [117] Esse dinheiro novo será utilizado pelo sistema bancário para novas expansões monetárias e concessões de crédito.

O incentivo de todo esse arranjo é claro: redistribuição. Os primeiros usuários desse dinheiro recém-criado são os beneficiados. Governos e bancos ficam com mais dinheiro à sua disposição; eles lucram com isso porque agora podem comprar bens e serviços a preços ainda inalterados — os preços ainda não aumentaram em decorrência da criação desse dinheiro. Quando os governos começam a gastar esse dinheiro, os preços começam a subir. A renda nominal de todos aumenta. Quanto mais altos são os déficits, mais os governos emitem títulos, mais os preços e as rendas nominais sobem. (Essa é a ilusão de riqueza propiciada pelos déficits governamentais.)

Quando os preços e a renda nominal aumentam no país cujo orçamento governamental é deficitário, esse novo dinheiro começa a fluir para fora do país, onde o efeito sobre os preços ainda não se manifestou. Bens e serviços são comprados e importados dos outros países da UME, onde os preços ainda não subiram. O novo dinheiro vai se propagando por toda a união monetária.

Na UME, os países deficitários que utilizam esse dinheiro recém-criado antes dos outros se beneficiam. Naturalmente, há também um lado perdedor nessa redistribuição monetária. Os países deficitários se beneficiam à custa daqueles que recebem por último este dinheiro recém-criado. Os últimos recipientes desse dinheiro são principalmente os cidadãos dos países-membros cujos governos não incorrem em déficits muito altos. Esses últimos recipientes perdem porque suas rendas começam a aumentar somente após os preços subirem. Portanto, sua renda real diminui. Na UME, os benefícios do aumento na oferta monetária vão para os primeiros usuários desse dinheiro recém-criado, ao passo que os estragos no poder de compra da unidade

---

[117] Além da direta monetização de títulos do governo, há também uma indireta monetização ocorrendo dentro do sistema financeiro. Os participantes do mercado sabem que os bancos centrais compram títulos do governo e os aceitam como colateral preferencial. Sendo assim, os bancos compram os títulos devido ao tratamento privilegiado que estes recebem, garantindo assim um mercado líquido para eles e, simultaneamente, derrubando os juros. Em outro nível, por saberem que há um mercado extremamente líquido para títulos do governo e uma alta demanda deles por parte dos bancos, os fundos de investimento, as seguradoras e os investidores privados também compram títulos do governo. Por conseguinte, os títulos do governo se tornam extremamente líquidos e quase iguais a dinheiro. Em vários casos, eles são utilizados para criar base monetária adicional. Em outros casos, eles servem como reservas a serem convertidas em base monetária, caso necessário. Como consequência, dinheiro novo criado por meio da expansão do crédito frequentemente termina comprando títulos governamentais altamente líquidos, indiretamente monetizando a dívida. Imagine que o governo incorra em déficit e emita títulos. Uma parte é comprada pelo sistema bancário e utilizada para obter reservas adicionais junto ao banco central, que compra os títulos ou concede novos empréstimos aceitando-os como colateral. O sistema bancário utiliza as novas reservas assim obtidas para expandir o crédito e conceder empréstimos para, por exemplo, a indústria da construção civil. Com novos empréstimos, a indústria de construção compra fatores de produção e paga os seus empregados. Estes trabalhadores utilizam parte deste novo dinheiro para aplicar em fundos de investimento. Os fundos de investimentos, por sua vez, utilizam este dinheiro para adquirir títulos governamentais. Destarte, há uma monetização indireta. Parte do dinheiro criada pelo sistema bancário de reservas fracionárias termina sendo utilizada para comprar títulos governamentais por causa do tratamento preferencial (isto é, sua monetização direta) dado a estes pelo banco central.

monetária são compartilhados por todos os usuários da moeda. Não somente o poder de compra do dinheiro na UE cai em decorrência de déficits excessivos, como também as taxas de juros tendem a aumentar devido à demanda excessiva vinda de governos excessivamente endividados. Países que são mais fiscalmente responsáveis acabam tendo de pagar juros maiores sobre suas dívidas por causa da extravagância de outros governos. A consequência é uma tragédia dos comuns. Qualquer governo que incorra em déficits pode lucrar à custa de outros governos que seguem políticas fiscais mais disciplinadas. [118]

Imagine, por exemplo, que vários indivíduos possuam uma máquina que imprime o mesmo dinheiro de papel. Esses indivíduos têm todos os incentivos para imprimir dinheiro e gastá-lo, elevando os preços. Os benefícios, na forma de maior renda, ficam todos com os donos das impressoras, ao passo que os custos dessa ação, na forma de um menor poder de compra do dinheiro, são arcados por todos os usuários da moeda. Consequentemente, o incentivo é imprimir dinheiro o mais rápido possível. O dono de uma impressora que não imprimir dinheiro para si próprio verá os preços subirem em decorrência das impressões feitas por outros. Esses outros usuários irão utilizar a impressora a fim de se beneficiar da perda no poder de compra que afeta aqueles donos de impressora que não a utilizam com a mesma voracidade. O usuário que imprimir mais rápido obterá os maiores ganhos à custa dos usuários que imprimirem devagar. Estamos lidando aqui com uma tragédia dos comuns "pura". Não há limites para a exploração do recurso.[119] Como no caso de recursos públicos naturais, há uma exploração excessiva que termina com a destruição do recurso. Nesse caso, a moeda é aniquilada por uma hiperinflação seguida de um colapso.

Embora o exemplo de várias impressoras criando a mesma moeda nos ajude a entender a situação de forma visual, ele não se aplica exatamente à UME. Mas as diferenças entre os dois arranjos nos ajudam a explicar por que não há uma tragédia dos comuns pura no Eurossistema e por que o euro ainda não desapareceu. A diferença mais óbvia é que os países deficitários não podem imprimir euros diretamente. Os governos podem apenas emitir seus próprios títulos. Não há nenhuma garantia de que os bancos irão comprar esses títulos e utilizá-los como garantia (colateral) para novas operações junto ao BCE.

Na realidade, há várias razões por que o esquema pode não funcionar.

> 1. Os bancos podem não comprar títulos governamentais e utilizá-los como colateral caso a operação não seja atraente. A taxa de juros oferecida pelos títulos governamentais pode não ser alta o bastante em relação às taxas de juros

---

[118] Um problema adicional de risco moral surge quando os bancos que possuem títulos da dívida de governos são "socorridos" pela expansão monetária do banco central. Quando os bancos sabem que terão essa ajuda do banco central, o qual comprará os títulos da dívida em sua posse, eles tendem a se comportar de modo mais imprudente, continuando assim a financiar governos irresponsáveis.

[119] Sobre os incentivos para se converter propriedade pública em uma tragédia dos comuns “pura” e eliminar os limites sobre sua exploração, ver Philipp Bagus, “La tragedia de los bienes comunales y la escuela austriaca: Hardin, Hoppe, Huerta de Soto y Mises,” *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política* 1 (2, 2004): pp. 125-134.

que eles pagam pelos empréstimos concedidos pelo BCE. Os governos terão então de oferecer juros maiores para atrair os bancos.

2. O risco de calote sobre esses títulos governamentais pode afugentar os bancos. Na UME, esse risco de calote sempre foi reduzido por causa da garantia implícita de socorro dada desde o início. Dava-se como certo que, uma vez que um país havia sido admitido dentro da Eurozona, ele jamais sairia da UME. O euro é visto, muito corretamente, como um projeto político e um passo rumo à integração política. Jacques Delors foi bastante franco, em fevereiro de 1995, quando disse: "Uma União Monetária Europeia significa, por exemplo, que a União reconhece a dívida de todos aqueles países que fazem parte da UME".[120]

O calote de um país-membro e sua consequente saída desse arranjo não apenas seria visto como um fracasso do euro, mas também como um fracasso da versão socialista da União Europeia. Politicamente, um calote é visto como algo quase que impossível. A maioria sempre acreditou que, no pior dos casos, os países-membros mais poderosos iriam socorrer os mais fracos. Antes de darem algum calote, países como a Alemanha garantiriam os títulos das nações do Mediterrâneo. Tais garantias reduziram consideravelmente o risco de calote dos empréstimos para os governos dos países-membros.

Garantias implícitas agora se tornaram explícitas. Em maio de 2010, a Eurozona e o Fundo Monetário Internacional (FMI) concederam à Grécia um pacote de resgate de 110 bilhões de euros.[121] Além disso, 750 bilhões de euros já foram prometidos para futuros socorros a outros países-membros.[122]

3. O BCE poderia se recusar a aceitar determinados títulos governamentais como colateral. O BCE exige que determinados títulos tenham uma classificação de risco mínima para que eles possam ser aceitos como colateral.[123] Antes da crise financeira de 2008, a classificação mínima era A-. Durante a crise financeira, esse mínimo foi reduzido para BBB-. Se a classificação dos títulos governamentais cair abaixo da classificação mínima admitida, esses títulos não serão aceitos como colateral. Esse risco, entretanto, é muito baixo. O BCE provavelmente não irá deixar a classificação de um país cair no futuro, e ele já vem fazendo concessões a essa regra. A redução da classificação mínima para BBB- estava programada para expirar após um ano. Quando se tornou aparente que a Grécia não seria capaz de manter pelo menos um A-, tal concessão foi estendida por mais um ano. Finalmente, o BCE, em contraposição aos seus declarados princípios de não aplicar regras especiais a um determinado país,

---

[120] Citado em Connolly, *The Rotten Heart of Europe*, p. 271fn.

[121] Ver Gabi Thesing and Flaiva Krause-Jackson, "Greece gets $146 Billion Rescue in EU, IMF Package," *Bloomberg* (May 3, 2010), http://noir.bloomberg.com.

[122] Ver Nazareth and Serkin, "Stocks, Commodities, Greek Bonds."

[123] Mais especificamente, o BCE mantém uma lista dos títulos que são qualificados como colateral para os bancos centrais membros do Eurossistema.

anunciou que iria aceitar todos os títulos da dívida grega, mesmo que fossem classificados como podres.[124]

4. Os bancos que utilizam títulos governamentais como colateral para obter empréstimos junto ao BCE podem ficar temerosos com o risco de liquidez desses títulos, o que restringiria suas operações junto ao BCE. Os títulos governamentais são tradicionalmente de prazos mais longos do que os empréstimos concedidos pelo BCE. As operações de empréstimo do BCE normalmente variam de uma semana a três meses. Durante a crise, o prazo máximo foi ampliado para um ano. Todavia, a maioria dos títulos governamentais ainda possui prazo de maturação maior do que as operações de empréstimo do BCE, às vezes chegando a 30 anos. Consequentemente, o perigo é que a classificação de risco dos títulos seja reduzida ao longo desse prazo, fazendo com que o BCE pare de aceitá-los como colateral. Nesse cenário, o BCE iria parar de rolar um empréstimo que utilizasse títulos governamentais como colateral, gerando problemas de liquidez para os bancos.

O risco de problemas de rolagem é relativamente pequeno; as classificações de risco são mantidas pela garantia implícita de socorro de outros governos e pela disposição política de salvar o projeto do euro, como foi demonstrado pela crise da dívida soberana. Um outro lado do risco de liquidez é que as taxas de juros cobrados pelo BCE podem aumentar ao longo do tempo. No extremo, elas poderiam se tornar maiores que a taxa de juros de um título governamental de prazo mais longo, a qual é fixa. Esse risco é reduzido ao se adotar um *spread* suficientemente alto entre o rendimento do título do governo e as taxas de juros cobradas pelo BCE. Ademais, o valor de mercado do título pode cair no decorrer do tempo. Caso o valor de mercado do título seja debilitado, o empréstimo associado a ele deve ser parcialmente restituído, ou um colateral adicional deve ser fornecido.

5. *Haircuts* aplicados pelo BCE a um colateral não permitem o refinanciamento completo. Um banco que ofereça ao BCE títulos governamentais no valor de um milhão de euros como colateral não recebe um empréstimo de um milhão de euros do BCE, mas sim uma quantia menor. Essa redução depende do *haircut* que o BCE vai aplicar ao colateral. O BCE diferencia cinco categorias diferentes de colateral, aos quais aplica diferentes *haircuts*. Os *haircuts* para os títulos governamentais são os menores.[125] O BCE, portanto, subsidia o uso de

---

[124] Ver Marc Jones, "EU Will Accept Even Junk-rated Greek Bonds," *Reuters* (May 3, 2010), http://in.reuters.com.

[125] *Haircuts* frequentemente subestimam o risco de calote percebido pelo mercado, sendo, portanto, artificialmente baixos. O Center for Geoeconomic Studies, "Greek Debt Crisis – Apocalypse Later," *Council on Foreign Relations* (September 2, 2010), http://blogs.cfr.org, utilizou a diferença entre os juros dos títulos governamentais da Grécia e da Alemanha para estimar a percepção do mercado quanto à probabilidade de um calote grego. Tal probabilidade era de 80% ao final de abril de 2010. Títulos de governos centrais com um resíduo de dez anos têm um *haircut* de apenas 4 a 5% nas operações de empréstimos do BCE.

títulos governamentais como colateral vis-à-vis outros instrumentos de dívida, desta forma apoiando o endividamento dos governos.

6. O BCE pode não acomodar todas as demandas por novos empréstimos. Os bancos podem oferecer mais títulos como colateral do que o BCE está disposto a ofertar em empréstimos. Caso decida aplicar uma política monetária mais restritiva, nem todos os bancos oferecendo títulos governamentais como colateral irão receber um empréstimo. Entretanto, por razões políticas — especialmente a determinação de manter o projeto do euro —, pode-se esperar que o BCE irá acomodar tais demandas, principalmente se alguns governos estiverem com problemas. Com efeito, o BCE começou a ofertar liquidez ilimitada para os mercados durante a crise financeira. Toda e qualquer demanda por empréstimo foi saciada — contanto que colateral suficiente fosse ofertado.

Mesmo que ainda não tenhamos visto uma pura tragédia dos comuns no Eurossistema, chegamos perto. Com a atual crise, estamos na realidade chegando ainda mais perto, pois o BCE começou a comprar diretamente os títulos das dívidas dos governos — o BCE anunciou, em maio de 2010,[126] que iria começar a comprar títulos diretamente dos governos, tudo para salvar o projeto do euro. Normalmente, se um governo incorre em déficits, ele emite títulos que são comprados pelos bancos, os quais os revendem ao BCE. Com esse novo método, não há mais esse "desvio" pelo sistema bancário. O BCE compra os títulos diretamente dos governos. Essa inovação elimina a maioria dos riscos acima mencionados para o sistema bancário.

A tragédia do euro é o fato de que o sistema incentiva os governos a incorrerem em déficits mais altos, emitir títulos para financiar esses déficits e, com isso, fazer com que todos os países do bloco do euro arquem com os custos de políticas irresponsáveis — na forma de um menor poder de compra do euro.[127]

Com tais incentivos, os políticos tendem a elevar os déficits. Por que financiar gastos mais altos elevando impostos, algo impopular? Por que não apenas emitir títulos que serão comprados pela simples criação de dinheiro do BCE, mesmo que isso acabe por elevar os preços em toda a União Europeia? Por que não externalizar os custos do gasto governamental?

O risco moral resultante é assimétrico. Caso os governos das nações maiores incorressem em altos déficits, as pressões inflacionárias que eles produziriam seriam consideráveis. Além do mais, eles seriam grandes demais para serem socorridos pelas nações menores. Já os governos das nações menores, ao contrário, não seriam capazes de produzir grandes pressões inflacionárias mesmo que incorressem em enormes déficits, pois o impacto da criação de dinheiro não seria importante para a zona do euro

---

[126] David Tweed and Simone Meier, "Trichet Indicates ECB Bond Purchases Not Unanimous," *Bloomberg* (May 10, 2010), http://noir.bloomberg.com.

[127] Nesse arranjo, existem duas fontes de risco moral. Uma advém do próprio funcionamento do Eurossistema e da garantia implícita de socorro dada pelo BCE; a outra advém da garantia implícita de socorro dada pelos outros governos do bloco. Os efeitos disso tudo são um maior risco moral e uma excessiva emissão de títulos governamentais.

como um todo. No que mais, nações pequenas podem esperar ser socorridas por nações maiores. Não é nada surpreendente, portanto, que a crise da dívida soberana tenha sido pior em países pequenos, como Grécia, Irlanda e Portugal.

A tragédia do euro é agravada pela miopia típica que acomete os governantes nas democracias:[128] políticos tendem a se preocupar apenas com a próxima eleição, e não com os efeitos de longo prazo de suas políticas. Eles utilizam o gasto público — e ampliam favores para determinados eleitorados — com o intuito de vencer a próxima eleição. Aumentar os déficits posterga os problemas para o futuro e também os joga para todo o resto da União Europeia.

O líderes da UME sabem como externalizar os custos do gasto governamental em duas dimensões: geograficamente e temporariamente. Geograficamente, alguns dos custos são arcados por toda a zona do euro na forma de preços mais altos. Temporariamente, os problemas resultantes dos déficits mais altos serão possivelmente arcados por outros políticos, e somente no futuro remoto. Os problemas da dívida soberana causados pelos déficits podem exigir cortes de gastos impostos pela UME, mas isso afetará apenas governos futuros.

Os incentivos para incorrer em déficits altos na UME são praticamente irresistíveis. Como mostrado no nosso exemplo da impressora, apenas se um país praticar déficits mais altos que os outros, poderá ele se beneficiar. Você tem de girar a impressora mais rapidamente que seus concorrentes para poder lucrar com a resultante redistribuição. A renda nominal terá de subir em um ritmo mais rápido do que a queda do poder de compra da moeda.

Os trágicos incentivos advêm desse arranjo institucional singular da UME: um banco central para vários países. Tais incentivos não eram ignorados quando a UME foi planejada. O Tratado de Maastricht (Tratado da Comunidade Econômica), com efeito, adotou uma cláusula proibindo pacotes de socorro (Artigo 104b), a qual declara que não haverá resgates em caso de crise fiscal dos países-membros. Junto com essa cláusula, veio a independência do Banco Central Europeu. Isso foi feito para garantir que o Banco Central não seria utilizado para financiar pacotes de socorro.[129]

Porém, os interesses políticos e a disposição de manter o projeto do euro se comprovaram mais fortes do que o papel em que tal cláusula estava escrita. Além do mais, a independência do BCE não garante que ele não irá auxiliar em um resgate. De fato, e como vimos, o BCE está sustentando continuamente todos os governos ao aceitar seus títulos em operações de empréstimo e de mercado aberto. Não importa que seja vetado ao BCE comprar títulos diretamente dos governos; mesmo com o mecanismo de

---

[128] Ver James Buchanan and GordonTullock, *The Calculus of Consent. Logical Foundations of Constitutional Democracy* (Ann Arbor, MI: University of Michigan Press, 1962), and Hoppe, *Democracy – The God that Failed.*

[129] Ver Michael M. Hutchison and Kenneth M. Kletzer, "fiscal Convergence Criteria, Factor Mobility, and Credibility in Transition to Monetary Union in Europe," in *Monetary and Fiscal Policy in an Integrated Europe,* eds. Barry Eichengreen, Jeffry Frieden and Jürgen von Hagen (Berlin, Heidelberg: Springer, 1995), p. 145.

aceitar títulos como colateral, o BCE pode igualmente financiar os governos da mesma maneira que financiaria comprando títulos diretamente deles.

Houve outra tentativa de coibir os incentivos perversos de se incorrer em déficits excessivos. Políticos introduziram regulamentações de estilo "comuns administrados", com a intenção de reduzir os efeitos externos da tragédia dos comuns. O pacto de estabilidade e crescimento (PEC) foi criado em 1997 em resposta às pressões da Alemanha para limitar a tragédia. O pacto permite determinadas "quotas", algo similar às quotas de pescaria, para a exploração do Banco Central. A quota determina limites para a exploração: os déficits não podem ultrapassar 3% do PIB e a dívida total do governo não pode exceder 60% do PIB. Mesmo que estes limites tivessem sido realmente aplicados, ainda haveria incentivos para sempre se estar no máximo permitido — 3% dos déficits financiados indiretamente pelo BCE. Países com um déficit de 3% iriam externalizar parcialmente seus custos sobre aqueles países que apresentassem déficits mais baixos.

Entretanto, a regulação dos comuns fracassou. O principal problema é que o PEC era apenas um acordo entre países independentes, sem imposição crível. Quotas de pescaria podem ser fiscalizadas por um país em particular, mas quotas de inflação e de déficits de países independentes são mais difíceis de terem seu cumprimento impingido. Sanções automáticas, como proposto inicialmente pelo governo alemão, não foram incluídas no PEC. Vários países violaram os limites e muitas advertências foram emitidas, porém jamais foram aplicadas. Países politicamente influentes, como a França e a Alemanha, que podiam ter defendido o PEC, infringiram suas provisões ao incorrerem continuamente em déficits maiores do que 3% de 2003 em diante. Donos de um maior número de votos, França, Alemanha e outros países conseguiram impedir a imposição de penalidades. Consequentemente, o PEC foi um fracasso total. Não mais era possível fechar a caixa de Pandora de uma tragédia dos comuns.

Em 2010, nenhum país respeitou o limite máximo de 3% dos déficits. A razão dívida/PIB da Europa como um todo é de 88%.

A tragédia do euro e o caso da Grécia

Os eventos fiscais na Grécia são exemplares da tragédia do euro e seus incentivos perversos. Quando a Grécia entrou na União Monetária Europeia, três fatores se combinaram para gerar déficits excessivos no orçamento do país. Primeiro, a Grécia foi admitida a uma taxa de câmbio muito alta. Com essa taxa e com os salários vigentes, muitos trabalhadores se tornaram pouco competitivos em relação aos trabalhadores dos países do norte, muito mais capitalizados. Para aliviar esse problema, as alternativas eram (1) reduzir os salários para aumentar a produtividade, (2) aumentar os gastos governamentais para subsidiar os desempregados (com seguro-desemprego ou esquemas de aposentadoria prematura), ou (3) empregar esses trabalhadores pouco competitivos diretamente no setor público.

Por causa dos poderosos sindicatos, a primeira alternativa foi deixada de lado. Os políticos optaram pela segunda e terceira alternativas, as quais geraram altos déficits orçamentários.

Segundo, por ter entrado na União Monetária Europeia, o governo grego podia agora contar com uma garantia implícita de socorro do Banco Central Europeu e dos outros países-membros da UME. As taxas de juros sobre os títulos da dívida do governo grego caíram para níveis próximos dos da Alemanha. Consequentemente, os custos marginais de se incorrer em déficits foram reduzidos para o governo grego. As taxas de juros estavam agora artificialmente baixas. A Grécia era um país que já tinha dado vários calotes ao longo do século XX e que estava acostumado a altas taxas de inflação e a altos déficits, bem como a um crônico déficit na balança comercial. Apesar disto tudo, o país passou a poder se endividar pagando praticamente as mesmas taxas de juros da Alemanha, um país com um histórico fiscal conservador e com um impressionante saldo na balança comercial.

Terceiro, a tragédia dos comuns entra em cena. Os efeitos deste temerário comportamento fiscal do governo grego podia ser parcialmente externalizado para os outros membros da UME, uma vez que o Banco Central Europeu passou a aceitar títulos da dívida do governo grego como colateral para suas operações junto ao sistema bancário. Os bancos europeus passaram a comprar títulos do governo grego (os quais pagavam um bônus em relação aos títulos do governo alemão) e a utilizar esses títulos para receber empréstimos do BCE a juros baixos (atualmente a juros de 1%, um negócio altamente lucrativo).

Os bancos compraram títulos gregos porque sabiam que o BCE iria aceitar esses títulos como colateral para conceder novos empréstimos. Havia demanda por esses títulos gregos porque os juros que os bancos pagavam para o BCE eram menores do que os juros que os bancos recebiam do governo grego. Caso o BCE não aceitasse os títulos gregos como colateral para seus empréstimos, a Grécia teria de pagar juros muito maiores sobre sua dívida. Com efeito, o governo grego tem sido de certa forma socorrido ou sustentado pelo resto da UME por um longo tempo, em um perfeito exemplo da tragédia dos comuns.

Os custos dos déficits gregos foram parcialmente jogados para outros países da UME. O BCE criou novos euros ao aceitar os títulos do governo grego como colateral. As dívidas gregas foram assim monetizadas. Com o dinheiro que recebeu com a venda de seus títulos, o governo grego elevou os gastos para ganhar apoio e popularidade junto à população grega. Quando os preços começaram a subir na Grécia, o dinheiro fluiu para os outros países, elevando os preços no resto da UME. Nos outros países-membros, as pessoas começaram a sentir os preços de suas compras subindo mais rapidamente do que suas rendas. Esse mecanismo significou uma redistribuição de renda a favor da Grécia. O governo grego estava sendo socorrido e auxiliado pelo resto da UME em uma constante transferência de poder de compra.

10. Por que a União Monetária Europeia é um sistema gerador de conflitos

"Se bens pararem de cruzar as fronteiras, os exércitos o farão" é um provérbio frequentemente atribuído a Frédéric Bastiat e um dos principais pilares do liberalismo clássico. Quando bens são impedidos de cruzar as fronteiras ou de serem voluntariamente comercializados, os conflitos naturalmente surgem. Por outro lado, o livre comércio fomenta a paz.

No livre comércio, os cidadãos de diferentes nações cooperam entre si harmoniosamente, guiados pela divisão do trabalho. Uma troca voluntária só ocorre porque ambos os lados esperam se beneficiar dela. Imagine que os alemães sejam loucos por queijo feta e que os gregos sejam malucos por carros alemães. Quando a Alemanha compra queijo feta da Grécia e os gregos utilizam as receitas oriundas da venda de seus fetas para comprar carros alemães, as trocas são mutuamente benéficas *ex ante*. Na era da divisão do trabalho, o livre comércio é um pré-requisito para qualquer arranjo amigável entre as nações.

Um possível conflito surgirá quando bens forem inibidos ou completamente proibidos de cruzar fronteiras. Se os alemães puderem comprar queijos feta somente a preços muito altos em decorrência de tarifas ou se a entrada de carros alemães na Grécia for proibida por lei, as sementes do descontentamento e dos conflitos estarão plantadas. Se um país estiver temeroso de que será incapaz de importar alimentos essenciais ou outras mercadorias devido a impostos ou sanções, ele terá de se preparar para virar uma autarquia.

Protecionismo e nacionalismo econômico foram as principais causas da Segunda Guerra Mundial.[130] Com a derrocada do liberalismo clássico no início do século XX, o livre comércio passou a ser atacado por todos os lados, e o protecionismo entrou em ascensão. O nacionalismo econômico colocou a Alemanha em uma posição muito perigosa estrategicamente, dado que o país tinha de importar comida e commodities como petróleo. Esta sua posição vulnerável foi exposta quando um bloqueio naval britânico provocou a inanição de 100.000 alemães durante a Primeira Guerra Mundial. Após a guerra, Adolf Hitler saiu à procura de *Lebensraum* [*espaço vital para expansão territorial e política*] e de commodities ao leste da Alemanha com o intuito de tornar o país autossuficiente nesta nova era de nacionalismo econômico.

Outra implicação da proibição do livre comércio e da liberdade de troca de bens é a involuntária transferência de bens de um país para o outro. Um fluxo unilateral, involuntário e coercivo de bens poderá, cedo ou tarde, levar a conflitos entre nações. Em nosso exemplo acima, tal situação seria equivalente à transferência de carros alemães para a Grécia sem as correspondentes importações de queijo da Grécia. Enquanto os carros alemães fluem para a Grécia, nada de real é enviado para a Alemanha em troca; nada de queijo feta, nada de petróleo, nada de participação em empresas gregas, nada de casas de veraneio gregas e nada de férias nas praias gregas.

---

[130] Ver Ludwig von Mises, *Omnipotent Government: The Rise of the Total State and Total War* (New Haven: Yale University Press, 1944), http://mises.org, Ch. 3.

Um exemplo histórico de fluxo unilateral e involuntário de bens pode ser vista nas reparações impostas à Alemanha após a Primeira Guerra Mundial, quando ouro e bens foram transferidos para os Aliados sob a ameaça de armas. Os alemães à época se sentiram ultrajados e vilipendiados por esta transferência unilateral de bens. Hitler foi eleito com a promessa de que acabaria com o odiado Tratado de Versalhes e, em especial, com as reparações de guerra. Estas reparações, vistas como uma violação adicional das trocas voluntárias de bens, foram fatores que levaram à Segunda Guerra Mundial.[131]

Os fundadores da integração europeia após a Segunda Guerra Mundial — Konrad Adenauer, Robert Schuman, Paul Henri Spaak, e Alcide de Gaspari — sabiam da importância do livre comércio para uma paz duradoura.[132] Todos haviam testemunhado os horrores da guerra de maneira muito próxima. Eles queriam criar um ambiente na Europa que, além de colocar um fim às guerras recorrentes, pudesse também gerar uma paz permanente.

Seus esforços podem ser considerados um sucesso; nunca mais houve outra guerra na Europa entre as nações-membro da União Europeia. Com o intuito de criar esse ambiente pacífico, os fundadores criaram uma zona de livre comércio para estimular as trocas voluntárias. A cooperação mutuamente benéfica cria laços, compreensão, confiança, dependência e amizade. No entanto, a construção não foi perfeita. Embora o Tratado de Roma estabelecesse a liberdade de movimento de capital, mão-de-obra e mercadorias, infelizmente foi deixada uma brecha para que ocorresse também a transferência involuntária de bens.

Há dois principais mecanismos por meio dos quais a riqueza — isto é, bens — é redistribuída entre nações-membro em um uma só direção, criando desta forma fissuras na harmoniosa cooperação entre os europeus.

O primeiro mecanismo para a transferência unilateral de bens pode ser encontrado no sistema oficial de redistribuição. O Tratado de Roma já continha o objetivo do "desenvolvimento regional" — ou seja, a redistribuição. Ainda assim, até a década de 1970 houve poucas ações efetivas nesta área. Hoje, no entanto, tal programa já responde pelo segundo maior gasto da UE. Um terço de seu orçamento é dedicado à "harmonização" da riqueza. O Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional foi criado em 1975. Seu objetivo é gastar dinheiro em "fundos estruturais" para financiar projetos de desenvolvimento regionais.

O outro pilar da política de redistribuição direta da UE é a ideia de "fundos de coesão", instituídos em 1993 para harmonizar as estruturas de países mais pobres e tornar viável a entrada deles na União Monetária Europeia. Fundos de coesão estão abertos somente para os países cujos PIBs sejam menores que 90% da média do PIB da UE. Tais fundos

---

[131] Sobre os bloqueios que geraram inanição, ver Ralph Raico, "The Blockade and Attempted Starvation of Germany," Mises.org daily article (May 7, 2010), [C. Paul Vincent, *The Politics of Hunger: Allied Blockade of Germany, 1959-1919*, (Athens, OH: Ohio University Press, 1985).

[132] Ver Ginsberg, *Demystifying the European Union*, p. 387.

são utilizados para financiar projetos ambientais ou redes de transporte. Seus principais beneficiários foram a Irlanda e os países do sul da Europa.[133]

Este arranjo fez com que os holandeses se tornassem os maiores pagadores líquidos de toda a União Europeia, seguidos pelos dinamarqueses e alemães.[134] De 1995 a 2003, a Alemanha pagou €76 bilhões líquidos para os cofres da União Europeia.[135] Em 2009, o governo alemão transferiu €15 bilhões para a União Europeia.[136] A redistribuição de riqueza entre as nações-membro representa uma potencial fonte de conflito: bens são efetivamente transferidos sem que nada seja enviado em troca. Carros são enviados à Grécia sem que haja em troca uma remessa de queijo grego.

O segundo mecanismo para o involuntário fluxo unilateral de bens é mercado monetário. Como discutido anteriormente, há um produtor monopolista de dinheiro padrão (base monetária), que é o Banco Central Europeu. O BCE redistribui riqueza ao criar dinheiro novo e distribuí-lo de forma desigual para os governos nacionais com base em seus respectivos déficits.

O esquema funciona da seguinte maneira: um determinado governo nacional europeu gasta mais do que arrecada em impostos. Para quitar esta diferença — isto é, o déficit —, o governo em questão emite títulos públicos. Os títulos são vendidos ao sistema bancário, o qual, por sua vez, utiliza estes títulos junto ao BCE como colateral para obter empréstimos. Tais empréstimos concedidos pelo BCE são feitos com dinheiro criado do nada pelo BCE. Desta maneira, os governos nacionais podem, na prática, imprimir dinheiro. Enquanto o BCE aceitar esses títulos como colateral, eles irão funcionar como se fossem dinheiro. Como consequência, a oferta de euros irá aumentar. Os primeiros a receberem estes euros recém-criados — no caso, os países dos governos nacionais deficitários — poderão desfrutar um maior poder de compra, pois agora têm mais dinheiro e os preços ainda não se alteraram. À medida que este dinheiro recém-criado vai se espalhando para outros países, os preços vão se elevando em toda a União Monetária Europeia. Aqueles que receberem este dinheiro por último terão seu poder de compra diminuído, pois os preços subiram antes de suas rendas terem aumentado.

Para utilizar um exemplo real: a economia grega não é competitiva à taxa de câmbio em que entrou na zona do euro. Os salários teriam de cair para torná-la mais competitiva. Mas os salários são rígidos por causa de sindicatos poderosos e privilegiados. A Grécia conseguiu sustentar temporariamente esta situação incorrendo em déficits públicos e emitindo títulos, o que fez aumentar a oferta monetária do país. Com isso, foi possível pagar altos salários a pessoas improdutivas: funcionários públicos e desempregados. Aqueles que recebiam benefícios estatais podiam utilizar esse dinheiro recém-criado para comprar carros alemães, os quais iam se tornando cada vez mais caros em

---

[133] Ibid., pp. 257-260.

[134] Ver Dutchnews.nl, “Dutch are Biggest EU Net Payers: PVV,”(January 14, 2010), http://www.dutchnews.nl

[135] Hannich, *Die kommende Euro-Katastophe,* p. 30.

[136] Bandulet, *Die letzten Jahre des Euro,* p. 107.

decorrência justamente deste aumento na quantidade de dinheiro. O resto da Europa, por sua vez, se tornava mais pobre em decorrência deste aumento nos preços dos carros. Houve, neste cenário, uma transferência unilateral de carros da Alemanha para a Grécia. Os meios utilizados para pagar por estes carros foram produzidos de maneira coerciva e não voluntária: por meio do monopólio sobre a produção de dinheiro.

Ao comentar sobre o Tratado de Maastricht e a introdução do euro, os paralelos com a transferência unilateral de bens induzida pelas reparações de guerra foram sagazmente observados pelo jornal Frances *Le Figaro*, no dia 18 de setembro de 1992: "'A Alemanha irá pagar', disse o povo na década de 1920. Hoje ela está pagando: Maastricht é um Tratado de Versalhes sem guerra."[137]

Não foi apenas o Tratado de Versalhes que criou conflitos. O arranjo monetário estabelecido pelo Tratado de Maastricht também estimula contendas, como já foi visto. A moeda única institucionaliza os conflitos à medida que a batalha pelo controle da oferta monetária se intensifica. Como os problemas estruturais da Grécia permanecem não resolvidos e a dívida de seu governo atingiu níveis extraordinários, o país vem lutando para conseguir lançar no mercado novos títulos da dívida, pois não há compradores interessados — mesmo considerando o fato de que o BCE ainda aceita títulos gregos como colateral (mesmo eles sendo classificados como lixo). O mercado começou a duvidar da boa vontade e da capacidade do resto da União Monetária Europeia de estabilizar o governo grego.

O resultado foi o pacote de socorro e a transferência de fundos da UME para a Grécia na forma de empréstimos subsidiados. O processo de socorro na forma de transferências involuntárias e unilaterais de bens provocou desprezo e ódio em níveis governamentais e civis, especialmente entre a Alemanha e a Grécia.

Os jornais alemães chamaram os gregos de "mentirosos" quando foi descoberto que seu governo havia falsificado as estatísticas orçamentárias.[138] Um tablóide alemão perguntou por que os alemães têm de se aposentar aos 67 anos se o seu governo pode se dar ao luxo de transferir fundos para a Grécia para que os gregos possam se aposentar mais cedo.[139] Por sua vez, os jornais gregos continuam a acusar a Alemanha de atrocidades durante a Segunda Guerra Mundial e alegar que o país ainda lhes deve o pagamento de reparações.

---

[137] Citado em Roland Baader, *Die Euro-Katastrophe,* p. 163.

[138] Ver Alkman Granitsas and Paris Costas, "Greek and German Media Tangle over Crisis," *The Wallstreet Journal* (February 24, 2010), http://online.wsj.com.

[139] Ver Hoeren and Santen, "Griechenland-Pleite."

11. O caminho para o colapso

Quando a crise financeira eclodiu, os governos reagiram com a típica receita keynesiana: aumento dos gastos e dos déficits. Com o desenrolar dos eventos, a União Monetária Europeia foi levada ao limiar de sua desintegração. Vamos situar o início de nossa história alguns meses após o colapso do Lehman Brothers, quando os efeitos da crise sobre os déficits dos governos começaram a afetar as classificações de risco dos países.

No princípio, a Grécia era o centro das atenções. Em janeiro de 2009, no mesmo dia em que o governo grego cedeu à pressão de agricultores grevistas, prometendo a eles subsídios adicionais de €500 milhões, a agência de classificação de risco S&P reduziu o *rating* da Grécia para A-. A partir daí, os problemas se agravaram e se espalharam. Ao final de abril de 2009, a Comissão da União Europeia começou a investigar os déficits descomunais da Espanha, da Irlanda, da Grécia e da França. Em outubro, a agência de classificação de risco Fitch também reduziu o *rating* da Grécia para A-.

Ao final de 2009, vários países europeus reconheceram terem incorrido em déficits exagerados.

As reações para corrigir estes problemas orçamentários foram variadas. A Irlanda anunciou um corte de gastos de 10% do PIB. Já o governo espanhol não cortou absolutamente nada em seus gastos, assim como a Grécia.

Ao final de 2009, o novo governo grego anunciou que seus déficits chegariam ao histórico nível de 12,7% do PIB — mais de três vezes o valor de 3,7% que havia sido anunciado no início de 2009. No dia 1º de dezembro, os ministros das finanças da UME concordaram em adotar medidas mais duras com relação ao governo grego. No dia 8 de dezembro, a Fitch reduziu a avaliação da Grécia para BBB+. A S&P fez o mesmo.

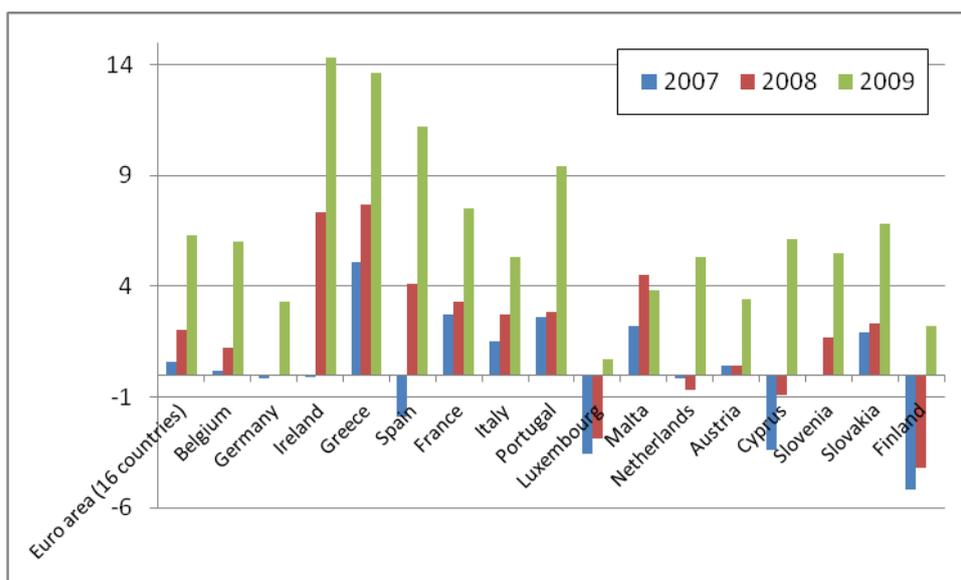



Gráfico 9: Déficits em porcentagem do PIB na zona do euro em 2007, 2008 e 2009

Fonte: Eurostat (2010)

A primeira reação do recém-eleito primeiro-ministro grego, Giorgios Papandreou, foi a de não aumentar as pensões, como havia prometido, mas sim a de aumentar impostos para reduzir o déficit. As taxas de juros que a Grécia tinha de pagar sobre os títulos de sua dívida começaram a subir no segundo semestre de 2009, o que gerou preocupações mais intensas nos mercados. O ministro das finanças da Alemanha, Wolfgang Schäuble, declarou que a Grécia havia, durante anos, vivido muito além de sua realidade financeira, e que os alemães não iriam pagar por isso.

Gráfico 10: Taxa de juros sobre os títulos de 10 anos da Grécia (Agosto de 2009—Julho de 2010)

Fonte: Bloomberg

O mercado começou a ter dúvida sobre a capacidade da Grécia de pagar suas dívidas. Ademais, temia-se que o Banco Central Europeu iria parar de financiar o déficit grego indiretamente. O governo grego, portanto, teria de dar um calote em suas obrigações.

O BCE já havia reduzido o *rating* mínimo exigido para suas operações de mercado aberto de A- para BBB- em resposta à crise financeira. Supostamente, tal redução seria uma exceção que duraria apenas até o final de 2010, data em que tal concessão expiraria. Em decorrência de seus problemas orçamentários, a Grécia estava a ponto de perder o *rating* mínimo A-. O que aconteceria em 2011 quando o *rating* da Grécia não mais satisfizesse o mínimo A-?

No dia 12 de janeiro de 2010, o BCE manifestou dúvidas quanto aos dados fornecidos pelo governo grego sobre seu déficit. Várias irregularidades haviam tornado questionável a exatidão das estatísticas gregas. No dia 14 de janeiro, a S&P reduziu o *rating* de longo prazo da Grécia para A- e colocou Espanha, Portugal e Irlanda em perspectiva negativa por causa de seus problemas orçamentários. No mesmo dia, a Grécia anunciou uma redução de €10,6 bilhões em seu déficit orçamentário. Esta redução viria de uma combinação de aumento de impostos (€7 bilhões) e cortes de gastos (€3,6 bilhões). O déficit seria reduzido de 12,7% do PIB para 8,7%. Papandreou também anunciou um congelamento nos salários dos funcionários públicos, quebrando assim uma promessa que havia feito antes de sua eleição. No dia 10 de fevereiro, o sindicato dos funcionários públicos anunciou o início de várias greves.

No dia 15 de janeiro, Jean-Claude Trichet, então presidente do BCE, ainda mantinha uma retórica em prol de uma política monetária austera: “Não iremos reduzir a exigência da qualidade de nossos colaterais em benefício de nenhum país específico. A estrutura de colaterais se aplica igualmente a todos os países envolvidos”. [140] Os agentes de mercado interpretaram esta declaração como uma promessa de que o BCE não estenderia sua atípica redução de *rating* para BBB- apenas para salvar o governo grego. Seguindo a mesma linha, o economista-chefe do BCE, Jürgen Stark, declarou em janeiro que os mercados estavam errados em acreditar que outras nações-membro iriam socorrer a Grécia.

Ao final de janeiro de 2010, os mercados financeiros começaram a vender títulos gregos a um ritmo mais rápido — após o Deutsche Bank ter alertado que um calote de Grécia seria mais desastroso do que os calotes da Argentina em 2001 e da Rússia em 1998. Com a pressão se intensificando, Papandreou anunciou medidas adicionais que iriam, de acordo com uma estimativa do banco HSBC, reduzir o déficit em mais 0,4%.[141] Adicionalmente, Papandreou declarou sua intenção de reduzir o déficit grego para 3% já em 2012. A comissão da UE apoiou seu plano. O apoio da UE foi significativo: ajudou Papandreou internamente. Sendo assim, politicamente, ele agora poderia jogar a culpa na UE e nos especuladores. Ele poderia se apresentar como estando sendo obrigado pela UE a fazer cortes impopulares no orçamento. E foi isso que ele fez. Ademais, ele declarou que foram os malvados especuladores que impuseram esta situação sobre a Grécia: “A Grécia está no centro de um jogo especulativo voltado para a derrubada do euro. É nosso dever patriótico acabar com as tentativas destas pessoas de empurrar nosso país para a beira do precipício”.[142] A Grécia, obviamente, faria sacrifícios para salvar o euro.

Em fevereiro de 2010, tornou-se pública a informação de que o banco de investimentos Goldman Sachs havia ajudado o governo grego a mascarar o real tamanho de seu déficit por meio do uso de derivativos. O governo grego jamais havia cumprido a regra de Maastricht que exigia que a dívida pública de um país não ultrapassasse 60% do PIB. Tampouco havia ele cumprido o limite de 3% para o déficit orçamentário. Somente por meio de seguidas maquiagens em seus balanços, como deixar de fora gastos militares ou dívidas relacionadas à saúde, é que a Grécia conseguiu cumprir formalmente o limite do déficit. E por apenas um ano. Os derivativos do Goldman Sachs mascaravam empréstimos como se fossem swaps cambiais. A Grécia emitia títulos em moedas estrangeiras. O Goldman vendia os swaps cambiais da Grécia a taxas de câmbio fictícias. Consequentemente, a Grécia recebia mais euros do que o valor de mercado das moedas estrangeiras que o país havia recebido com a venda de títulos. Assim que o

---

[140] Ver Tobias Bayer, “Hilfen für Hellas: Kehrtwende kratzt an Glaubwürdigkeit der EZB,” *Financial Times Deutschland* (2010), http://www.ftd.de.

[141] Ver Maria Petrakis and Meera Louis, “EU Backs Greek Deficit Plan: Papandreou Offers Cuts,” *Bloomberg* (February 3, 2010), http://noir.bloomberg.com.

[142] Ibid.

título vencia, o governo grego tinha de quitar o título com euros. O Goldman Sachs recebia uma generosa comissão por esta negociata que camuflava a taxa de juros.[143]

No dia 16 de fevereiro, o Conselho Para as Questões Econômicas e Financeiras (EconFin), composto por ministros das finanças da UE, impôs um plano de ajuste ao governo grego em troca da concessão de um apoio que não fora especificado. À medida que os dias foram passando, o governo grego foi ficando nervoso, exigindo um apoio concreto das outras nações da zona do euro. Se nenhum apoio fosse oferecido, a Grécia iria ao FMI pedir empréstimos baratos. O envolvimento do FMI seria muito constrangedor para o grandioso projeto do euro. Será que a UME precisaria do FMI para resolver seus problemas? A confiança no euro reduziu-se ainda mais.

No dia 24 de fevereiro, a S&P declarou que poderia reduzir o *rating* da Grécia em mais um ou dois graus dentro de um mês. Nesta época, somente a Moody's ainda mantinha um *rating* suficiente para manter os títulos gregos na condição de aceitáveis como colateral sob condições normais.

Ao final de fevereiro, o presidente Papandreou se encontrou com Josef Ackermann, presidente do Deutsche Bank. Ackermann estava interessado em solucionar o problema grego. O Deutsche Bank possuía um volume considerável de títulos gregos em suas carteiras, e um calote poderia derrubar todo o sistema bancário europeu, inclusive o Deutsche Bank. Após o encontro, Ackermann propôs a Jens Weidmann, conselheiro de Angela Merkel, que a Alemanha, a França e os bancos privados emprestassem cada um €7,5 bilhões à Grécia. A proposta foi negada. O governo alemão temia uma queixa de inconstitucionalidade. Um pacote de socorro violaria o artigo 125 do Tratado Sobre o Funcionamento da União Europeia, o qual declara que as nações-membro não são responsáveis pelas dívidas das outras nações. Ainda mais importante, a população alemã era contra o pacote. Merkel queria postergar a promulgação de qualquer solução para somente depois de uma importante eleição no estado da Renânia do Norte-Vestfália, a qual estava marcada para maio.

No dia 28 de fevereiro, Merkel ainda negava publicamente a possibilidade de um pacote de socorro alemão para a Grécia: "Temos um tratado que descarta qualquer possibilidade de socorrer outras nações". [144] Seus ministros, Brüderle e Westerwelle, confirmaram este ponto de vista. Ao mesmo tempo, a UE exigia que o governo grego reduzisse seu déficit em mais 4,8 bilhões de euros. As taxas de juros dos títulos gregos subiram para 7%.

No dia 3 de março, Papandreou concordou com o exigido corte extra de 4,8 bilhões no déficit, o que equivalia a 2% do PIB. Ele anunciou um aumento de impostos sobre combustíveis, tabaco e vendas gerais, bem como um corte de 30% nas três bonificações salariais anuais pagas a funcionários públicos. Os funcionários públicos gregos levavam uma vida muito melhor que a de seus colegas europeus. Na Grécia, 12% do

---

[143] Ver Beat Balzli, "How Goldman Sachs Helped Greece to Mask its True Debt," *Spiegel online* (2010), http://www.spiegel.de.

[144] Ver Andreas Illmer, "Merkel Rules Out German Bailout for Greece," *Deutsche Welle* (March 1, 2010), http://www.dw-world.de.

PIB foi gasto com o funcionalismo público em 2009, um número que havia crescido dois pontos percentuais em relação a 2000, e que também era dois pontos percentuais maior do que a média da UE. Não obstante, os sindicatos gregos conclamaram novas greves.

Em troca dos "cortes", Papandreou exigiu "solidariedade europeia", isto é, dinheiro de outras nações. Os "cortes" gregos deram a Merkel um pouco do capital político de que ela necessitava para defender o pacote de socorro perante a população alemã. A situação se tornava mais premente a cada dia: em maio, vinte bilhões de euro da dívida grega venceriam, e não estava claro se os mercados iriam refinanciar esta dívida a taxas aceitáveis.

Nos dias 5 e 7 de março, Papandreou se reuniu com Sarkozy e Merkel para arregimentar o apoio destes. Ao mesmo tempo, aumentavam os temores de que as receitas oriundas dos aumentos de impostos na Grécia ficariam bem abaixo das projeções. A S&P abandonou sua perspectiva negativa do *rating* da Grécia quando se tornou mais claro que a UE finalmente iria intervir em favor do governo grego. Para evitar pânicos futuros no mercado, Axel Weber, membro do conselho administrativo do BCE, passou a defender a institucionalização de ajudas de emergência a países endividados.

No dia 15 de março, ministros das finanças da zona do euro se reuniram para discutir um possível pacote de socorro para o governo grego. Nada ficou decidido. Os ministros apenas reiteraram que os cortes gregos haviam sido suficientes para cumprir as metas projetadas para 2010. Três dias depois, Merkel confirmou que qualquer plano de socorro teria de incorporar uma cláusula de expulsão de países que não cumprissem as regras. E ela repetiu o mantra de que os investidores não deveriam esperar um pacto de ajuda para a Grécia. Ao mesmo tempo, Zapatero e Sarkozy exigiam a implementação de um governo com poderes econômicos sobre a UE.

No dia 25 de março, o BCE e os países da UME atuaram em conjunto pela primeira vez: Trichet, contrariando sua declaração de janeiro, anunciou que as regras de emergência criadas para os colaterais seriam estendidas até 2011. Os títulos gregos readquiriram o potencial de servir como colateral. No mesmo dia, as nações da UE concordaram, em cooperação com o FMI, em fornecer um pacote de socorro para a Grécia. A Alemanha havia exigido o envolvimento do FMI. Nenhum detalhe sobre o pacote de socorro foi fornecido e os mercados ficaram no escuro. Embora a população alemã fosse contrária ao pacote de socorro, a classe política do país se limitava a dar argumentos similares àqueles utilizados em defesa da introdução do euro. De acordo com Daniel Hannan, membro britânico do parlamento europeu, um político alemão chegou a dizer que a Segunda Guerra Mundial poderia ser reiniciada caso a Grécia não fosse socorrida.[145]

No dia 11 de abril, dois dias após a Fitch ter reduzido o *rating* da Grécia para BBB-, a taxa de juros sobre os títulos gregos subiu para 8%. Finalmente, o governo alemão concordou em subsidiar €30 bilhões em empréstimos da UME para a Grécia, com um

---

[145] Ver Daniel Hannan, "Germans! Stop Being Ripped Off!" *Telegraph.co.uk* (March 27, 2010), http://blogs.telegraph.co.uk.

adicional de €15 bilhões sendo fornecidos pelo FMI. Os mercados despencaram. A resistência aos cortes orçamentários na Grécia aumentou.

Funcionários públicos entraram em greve no dia 22 de abril. No mesmo dia, a UE anunciou que o déficit grego em 2009 havia sido ainda maior do que o até então relatado. Em vez de 12,7%, ele fora de 13,6%, com a dívida total chegando a 115% do PIB. Em resposta, a Moody’s reduziu o *rating* da Grécia em um grau, para A3. Papandreou persistiu na afirmação de que esta revisão dos dados não afetaria seu plano de reduzir o déficit em 2010 para 8,7%. Os títulos da Grécia, da Espanha e de Portugal se desvalorizaram (isto é, seus juros subiram).

No dia seguinte, o governo grego foi forçado a acionar o pacote de socorro de €45 bilhões, cujos detalhes haviam sido acertados durante os dois dias anteriores. O governo grego teve acesso a €30 bilhões de nações da zona do euro através de uma linha de crédito de três anos a 5%, e a €15 bilhões do FMI a juros mais baixos. A Grécia não tinha escolha; ela tinha de recorrer a estes empréstimos. No dia 19 de maio, €8,5 bilhões maturaram, e os mercados financeiros provavelmente não iriam refinanciar esta dívida.

No dia 27 de abril, o Banco Nacional da Grécia S.A., o maior banco do país, e o EFG Eurobank Ergasias, o terceiro maior, tiveram ambos os seus status reduzidos à classificação de lixo pela S&P. No mesmo dia, o *rating* da Grécia foi também reduzido ao status de lixo. A S&P também reduziu o *rating* de Portugal de A+ para A-. No dia seguinte, a S&P reduziu a Espanha de AA+ para AA.

As coisas se aceleraram no começo de maio. Já estava óbvio, àquela altura, que os €45 bilhões de socorro à Grécia não seriam suficientes para evitar seu calote. No dia 2 de maio, os ministros da zona do euro concordaram com um novo pacote de socorro ainda maior, com empréstimos totalizando €110 bilhões a uma taxa de juros de aproximadamente 5%. O segundo pacote de resgate supostamente deveria sanear o país em três anos. De acordo com o capital que cada país possui junto ao BCE, 27,92% dos empréstimos viriam da Alemanha.

País	Porcentagem do socorro
Alemanha	27.92
França	20.97
Itália	18.42
Espanha	12.24
Holanda	5.88
Bélgica	3.58
Áustria	2.86
Portugal	2.58
Finlândia	1.85
Irlanda	1.64
Eslováquia	1.02
Eslovênia	0.48
Luxemburgo	0.26
Chipre	0.20

Malta	0.09

Tabela 1: Porcentagem do pacote de socorro por país

Fonte: BCE 2010

Merkel concordou com o pacote, não obstante a iminência da eleição. O governo grego, por sua vez, concordou em cortar novamente salários e pensões do funcionalismo público e em aumentar o imposto sobre vendas para 23%. Aumentaram os temores de que a Espanha também iria precisar de um socorro.

Uma segunda colaboração entre os ministros da UME e o BCE ocorreu no mesmo dia. A independência do BCE começou a evaporar quando ele anunciou que iria abandonar todas as exigências de *rating* para os títulos governamentais da Grécia. O BCE iria agora aceitar títulos gregos como colateral não importa o quão ruins fossem. Ao renegar sua conduta anterior e se tornar um executor de políticas, o BCE perdeu grande parte de sua credibilidade. O BCE ia se transformando cada vez mais naquela máquina inflacionista — à serviço da política — que havia sido almejada pelos políticos franceses e dos países latinos. O índice de ações europeu, o Eurostoxx 50, imediatamente aumentou 10%.

No dia 4 de maio, o governo grego criou um fundo para reforçar seu trôpego sistema bancário. O rumor era o de que a Espanha estava prestes a sofrer um rebaixamento em seu *rating*, mas tal rumor foi negado pelo primeiro-ministro espanhol José Luis Zapatero. Os mercados de ações da Europa despencaram. Atenas caiu 6,7%. Madri, 5,4%. No dia seguinte, a Moody's rebaixou o *rating* de Portugal em dois graus, para A-. Manifestantes puseram fogo em um banco em Atenas, provocando a morte de três pessoas. Os mercados financeiros entraram em estado de choque.

No dia 6 de maio, Trichet ainda resistia à pressão de comprar diretamente títulos de governos europeus problemáticos. Axel Weber também se manifestou contrário a esta opção. O Dow Jones caiu 1.000 pontos durante alguns minutos, mas recuperou metade de suas perdas até o final do dia. O mesmo ocorreu com o euro.

No dia seguinte, o Eurossistema estava à beira do colapso. Os juros sobre os títulos espanhóis, gregos e portugueses aumentaram acentuadamente. Observadores afirmam que a transação com títulos europeus ficou praticamente paralisada naquela tarde. Nem mesmo os títulos franceses tinham liquidez.[146] Em um relatório mensal do BCE de junho de 2010, o banco central admitiu a ameaça de um colapso total nos dias 6 e 7 de maio. O BCE declarou que o perigo havia sido maior do que após o colapso do Lehman Brothers em setembro de 2008. Ele admitiu um aumento dramático na probabilidade de falência de dois ou mais grandes grupos bancários europeus.[147] Aparentemente, bancos

---

[146] Telebörse.de, "EZB öffnet Büchse der Pandora," *Dossier* (May 10, 2010), http://www.teleboerse.de.

[147] Ver Helga Einecke and Martin Hesse, "Kurz vor der Apokalypse," *Süddeutsche Zeitung* (June 16, 2010), http://www.sueddeutsche.de and ECB, *Monthly Bulletin: June* (2010), http://www.ecb.int, pp. 37-40.

que haviam investido nas dívidas soberanas dos países do Mediterrâneo estavam tendo severos problemas de refinanciamento. Os mercados financeiros secaram.

De acordo com o jornal *Welt am Sonntag*, banqueiros alemães receberam telefonemas de colegas franceses em pânico absoluto pedindo-lhes para pressionar o BCE a comprar títulos do governo grego.[148] Até mesmo o presidente Obama ligou para Angela Merkel quando o fluxo de dinheiro dos EUA para a Europa secou. Dia 7 de maio foi uma sexta-feira. Políticos e banqueiros centrais conseguiram agendar uma reunião para o fim de semana e evitar um colapso total.

Naquele mesmo dia (porém ignorado pelos mercados), o parlamento alemão aprovou uma lei autorizando empréstimos em prol do governo grego. No fim de semana, o Tribunal Constitucional Federal da Alemanha rejeitou uma petição impetrada por quatro professores alemães, os mesmos quatro que haviam tomados medidas judiciais contra a introdução do euro (Karl Albrecht Schachtschneider, Wilhelm Hanke, Wilhelm Nölling e Joachim Starbatty). Eles argumentaram que o pacote de socorro violava o artigo 125 do Tratado Sobre o Funcionamento da UE, o qual declara que nenhum país é responsável pela dívida das outras nações-membro.

No domingo, a coalizão formada pelo governo alemão perdeu acentuadamente a eleição no estado da Renânia do Norte-Vestfália. Merkel queria postergar o pacote de socorro à Grécia para depois da eleição. Porém, com a aceleração dos eventos, ela sacrificou a vitória para salvar o euro. Ela cancelou suas aparições de campanha para ir até Bruxelas, onde os ministros das finanças do Conselho Europeu estavam reunidos.

Sakozy e Berlusconi também acharam por bem participar desta reunião dos ministros das finanças. Eles defendiam a ideia de que um novo fundo de resgate para socorrer mais países seria necessário. Merkel considerava isto um passo rumo a uma união europeia pautada pela redistribuição de renda. A comissão da UE iria adquirir grandes poderes e as nações do sul da Europa iriam se beneficiar dos empréstimos subsidiados das nações mais ricas. No início, Merkel resistiu. Durante um jantar na noite de sexta-feira, Trichet explicou a lúgubre severidade da situação.

Merkel teve êxito em conseguir adiar a decisão final até o domingo após a eleição. De maneira reveladora, no dia 8 de maio ela estava em Moscou para celebrar os 65 anos da derrota alemã contra a União Soviética. As negociações foram retomadas na tarde de domingo. Trichet estava novamente presente, ainda que ele fosse o presidente de um supostamente independente Banco Central Europeu. As autoridades alemãs o rotularam como um mero apêndice do ministro das finanças da França. Já o ministro das finanças da Alemanha, Wolfgang Schäuble, não participou, pois havia sido levado para um hospital. (A explicação oficial é que ele teve uma reação alérgica a um remédio). As negociações foram difíceis. Até mesmo Obama e Bernanke intervieram e ligaram para Merkel exigindo um maciço pacote de socorro.

Políticos da Finlândia, da Áustria e da Holanda ficaram ao lado da Alemanha nas negociações. Os interesses eram claros. Governos com déficits e gastos enormes

---

[148] Jörg Eigendorf et al., “Chronologie des Scheiterns,“ *Welt.online* (May 16, 2010), http://www.welt.de.

estavam se rebelando contra nações com déficits menores e governos mais favoráveis a uma política monetária mais rigorosa — nações estas que eram seus potenciais credores.

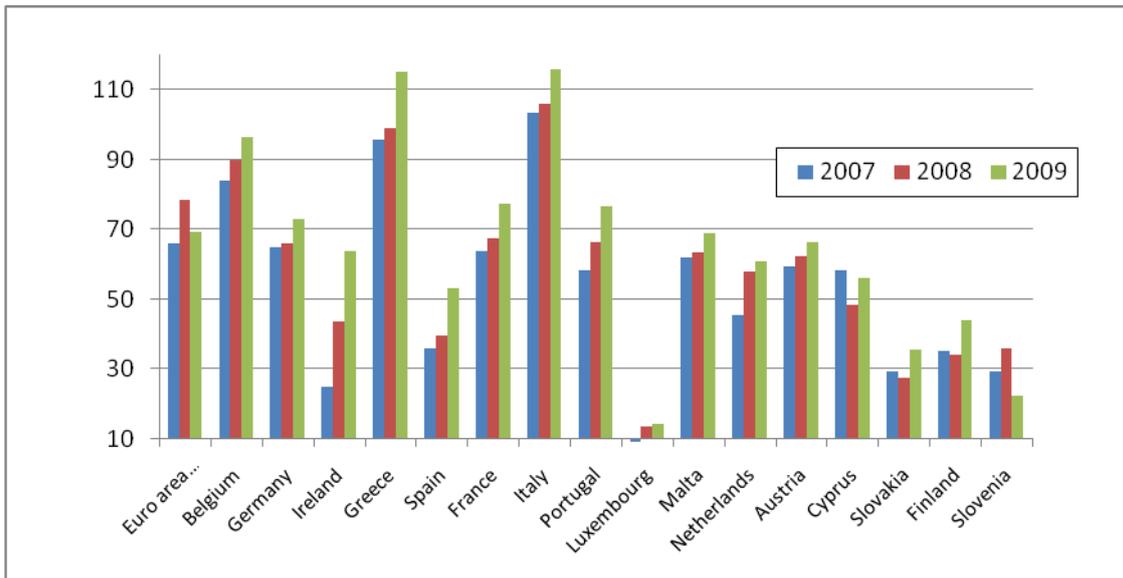



Gráfico 11: Dívida em porcentagem do PIB na zona do euro, 2007, 2008 e 2009

Fonte: Eurostat (2010)

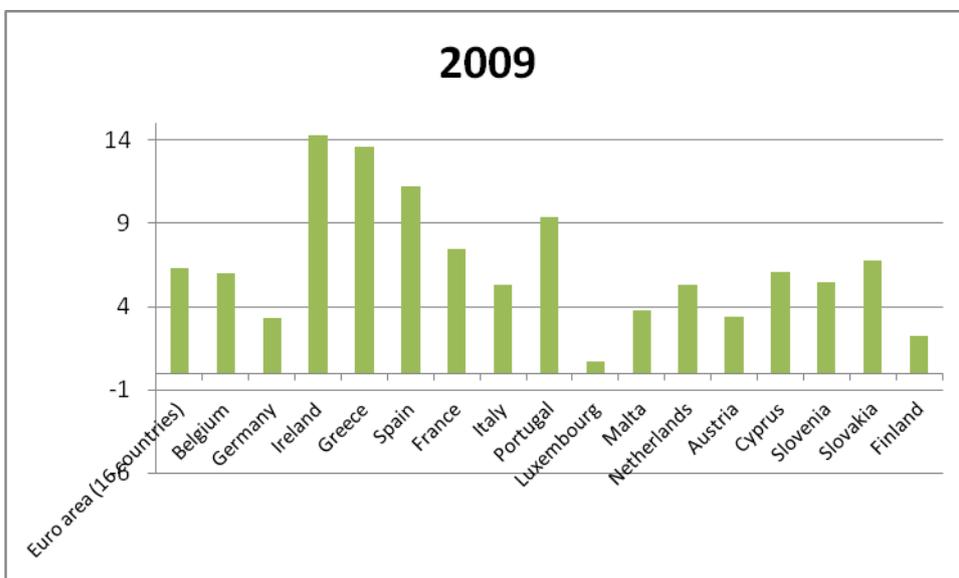



Gráfico 12: Déficits em porcentagem do PIB na zona do euro em 2009

Fonte: Eurostat (2010)

Embora a Grécia fosse relativamente irrelevante em decorrência de sua pequena economia, devedores maiores e mais relevantes começaram a apresentar severos

problemas em maio. Bancos sediados na zona do euro haviam emprestado um total de €206 bilhões para Grécia, mas, para a Espanha, este valor chegava a €727 bilhões. O novo pacote de socorro foi instituído com o intuito de impedir um calote dos devedores portugueses e espanhóis, algo que teria afetado enormemente os bancos da Alemanha e especialmente os da França. O governo francês, por isso mesmo, tinha mais interesse nesse socorro do que o governo alemão.

A exposição direta dos bancos franceses às dívidas dos governos de Portugal, Irlanda, Grécia e Espanha eram maiores do que a exposição dos bancos alemães, como pode ser visto na tabela 2.

	Bancos franceses	Bancos alemães
Espanha	$48 bilhões	$33 bilhões
Grécia	$31 bilhões	$23 bilhões
Portugal	$21 bilhões	$10 bilhões
Irlanda	$6 bilhões	$1 bilhões

Tabela 2: Exposição dos bancos franceses e alemães à dívida governamental (em 31 de dezembro de 2009**)**

Fonte: Banco de Compensações Internacionais 2010.

A dívida total, pública e privada, de Portugal, Irlanda, Grécia e Espanha que estava em posse dos bancos franceses ao final de 2009 era de €493 bilhões. Os bancos alemães tinham quase o mesmo tanto: €465 bilhões. A fatia da Espanha era a maior, com €248 bilhões nos bancos franceses e €202 bilhões nos bancos alemães. Um calote dos bancos espanhóis ou do governo espanhol teria gerado efeitos catastróficos sobre os bancos alemães e franceses. Um calote dos bancos portugueses ou de seu governo poderia, por sua vez, derrubar os bancos espanhóis, que tinham em sua posse €110 bilhões de dívida portuguesa.[149]

O acordo final, o chamado "pára-quedas de emergência", concedeu empréstimos de até €750 bilhões para governos em apuros. A Comissão da UE forneceu €60 bilhões para o pacote. Assim que estes fundos se esgotassem, os países poderiam pegar empréstimos garantidos pelas nações-membro de até €440 bilhões de euros. As nações-membro iriam garantir os empréstimos baseando-se em seu capital junto ao BCE. A Alemanha iria garantir até €123 bilhões. O FMI também forneceu empréstimos de até €250 bilhões.

Em troca destas garantias, os governos socialistas de Espanha e Portugal aceitaram reduzir seus déficits. O governo espanhol anunciou um corte nos salários dos funcionários públicos e postergou um aumento nas pensões. O governo português anunciou um corte nos salários do alto escalão da burocracia federal e um plano de aumentar impostos. Presumivelmente pressionados pelo governo alemão, Itália e até mesmo a França também viriam, no final de maio, a anunciar reduções em seus déficits.

---

[149] Ver Banco de Compensações Internacionais, "International Banking and Financial Markets Development," *BIS Quarterly Report* (June, 2010), pp. 18-22.

A Comissão Europeia avaliou estes cortes e declarou que eles representavam medidas na direção correta.

De acordo com o jornal espanhol *El País*, Sarkozy havia ameaçado romper a aliança franco-germânica caso Merkel não cooperasse implementando um "pára-quedas" que favorecesse aqueles bancos franceses que detinham a maior fatia das dívidas do Mediterrâneo. Sem isso, a França sairia totalmente do euro. A França sair da zona do euro caso a Alemanha não aquiescesse é algo que pode ser considerado um dos maiores blefes da história.

A própria Merkel declarou que: "Se o euro fracassar, a ideia de integração europeia entra em colapso"[150]. Mas este argumento é um puro *non sequitur*. Naturalmente, é perfeitamente possível haver fronteiras abertas, livre comércio e uma Europa integrada sem um banco central em comum. Aqui Merkel mostrou-se ser uma defensora da versão socialista da Europa.

Com o novo "pára-quedas", a zona do euro deixou transparecer que havia se transformado em uma união de transferência de renda. Antes do "pára-quedas", a redistribuição era ocultada pelos complexos mecanismos monetários do Eurossistema. Agora, o rematado e franco apoio fiscal de um país para o outro havia sido explicitado. Os pagadores de impostos alemães estavam repentinamente sendo obrigados a garantir aproximadamente €148 bilhões ou mais de 60% das receitas do governo. Como tem sido de praxe desde o fim da Primeira Guerra Mundial, os alemães tinham a obrigação de contribuir mas não tinham o direito de opinar.[151] Ainda mais impressionante: foi apenas em setembro de 2010 que a última dívida gerada pelas reparações da Primeira Guerra Mundial foram quitadas.

Durante o desenrolar destes dias importantes, os banqueiros centrais europeus cooperaram estreitamente com os políticos. Antes de os mercados abrirem na manhã da segunda-feira, dia 10 de maio, o BCE anunciou que iria comprar títulos governamentais no mercado, desta forma ultrapassando um limite que muitos imaginavam que ele jamais ultrapassaria. A decisão de comprar títulos governamentais não foi unânime. Os ex-membros do Bundesbank, Axel Weber e Jürgen Stark, opuseram-se à decisão e receberam o apoio de Nout Wellink, presidente do De Nederlandsche Bank (Banco Central da Holanda), tradicional aliado do Bundesbank. Trichet, não obstante ter negado na semana anterior que incorreria em tal medida, continuou afirmando que o BCE não estava sendo pressionado e continuava independente.

O BCE alegou que tal medida não seria inflacionária, pois ele iria esterilizar todo o aumento que ocorreria na base monetária aceitando depósitos a prazo dos bancos no

---

[150] Ver Spiegel.online, "Deutschland weist Bericht über Sarcozy-Ausraster zurück," *Spiegel.online* (May 14, 2010), http://www.spiegel.de.

[151] A lista de tributos alemães é longa. Somente em setembro de 2010 é que o governo alemão pagou as últimas dívidas remanescentes das reparações da Primeira Guerra Mundial. Ainda antes do "pára-quedas", a Alemanha pagou 89% mais para a União Europeia do que teria de pagar considerando sua renda per capita. O pagamento em excesso chegou a €70 bilhões durante a década posterior a 1999. Ver Henkel, *Rettet unser Geld!*, p. 139.

BCE. O BCE iria, com isso, se comportar como um típico banco comercial se comporta: pegando empréstimos de curto prazo e fazendo empréstimos de longo prazo. Para os bancos comerciais, tal comportamento é bastante arriscado, uma vez que sua dívida de curto prazo (os depósitos dos correntistas) deve ser continuamente rolada para sustentar os empréstimos de longo prazo.[152] Para o BCE, tal risco consiste em não conseguir atrair depósitos suficientes, o que resultaria em uma expansão monetária inflacionária. É claro, o BCE poderia tentar atrair depósitos elevando as taxas de juros pagas sobre eles; porém, estes juros maiores iriam complicar ainda mais a situação de governos e empresas já altamente endividados.

A revista alemã *Spiegel* detalhou, mais no final de maio, todas as irritações que acometeram parte das autoridades do Bundesbank.[153] Por causa do "pára-quedas" de €750 bilhões, alguns deles não viam qualquer motivo para a compra de títulos do governo pelo BCE (€40 bilhões até aquele momento). Eles suspeitavam de uma conspiração. Os bancos alemães haviam prometido ao ministro das finanças da Alemanha, Wolfgang Schäuble, que iriam manter os títulos gregos até 2013. Já os bancos e as seguradoras da França, tendo entre €70 e €80 bilhões em títulos gregos em seus livros contábeis, exploraram a ocasião para vender títulos dos governos da Grécia, da Espanha e de Portugal, aproveitando que as compras do BCE comandado por Trichet estavam elevando os preços destes títulos.

O resultado desta ação coordenada entre o governo da União Monetária Europeia e o Banco Central Europeu foi um genuíno golpe de estado. Os princípios originalmente estabelecidos para a união econômica e monetária foram abolidos. Uma nova instituição com o nome de Fundo Europeu de Estabilização Financeira (FEEF), com sede em Luxemburgo, adquiriu o poder de, quando necessário, criar e vender títulos próprios para socorrer nações-membro. Esta nova instituição poderia operar independentemente. As nações-membro se envolveriam apenas no sentido de que seriam elas que iriam garantir as dívidas emitidas pelo FEEF. Tendo a sua própria burocracia, é muito provável que FEEF irá continuamente tentar aumentar seu poder e pressionar por uma maior centralização. O FEEF gera e fornece incentivos para um endividamento excessivo dos países e para a criação dos próprios pacotes de socorro que ele supostamente foi criado para minorar.

Ademais, se o FEEF quiser emitir um volume maior de dívida do que o que foi originalmente acordado, ele necessita apenas da aprovação dos ministros das finanças da zona do euro. Tal aumento de poder não precisa ser aprovado em parlamento. Este decreto plenipotenciário promulgado no dia 9 de maio alterou a estrutura institucional da UME para sempre. Aquilo que havia sido originalmente imaginado pelos países do

---

[152] Sobre a maturação descompassada, como ela é promovida por intervenções — como o privilégio de se operar sob um sistema bancário de reservas fracionárias, bancos centrais e pacotes de socorro governamentais — e as subsequentes distorções na economia real, ver Philipp Bagus, "Austrian Business Cylce Theory: Are 100 percent Reserves Sufficient to Prevent a Business Cycle" *Libertarian Papers*, 2 (2, 2010).

[153] Ver Wolfgang Reuter, "German Central Bankers Suspect French Intrigue," *Spiegel.online* (May 31, 2010), http://www.spiegel.de.

norte como sendo uma união de estabilidade foi transformada em uma união de transferências explícitas de renda.

Como consequência de ambas estas intervenções fiscais e monetárias em prol de governos problemáticos e endividados, as bolsas de valores ao redor do mundo dispararam. O Eurostoxx 50 aumentou 10,4%. Títulos espanhóis, gregos, portugueses e italianos subiram (juros caíram), ao passo que os alemães caíram (juros subiram). O governo alemão, na prática, havia efetivamente garantido as dívidas dos países latinos.

Nas semanas seguintes, os líderes europeus tentaram remodelar o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC). O PEC estipulava penalidades de até 0,5% do PIB para aqueles países que não ajustassem seus orçamentos em conformidade com o déficit máximo permitido de 3% do PIB. No entanto, apesar de várias e seguidas violações, nenhum país foi penalizado durante os 11 anos de vigência do euro. Em 2005, após três anos de fracassadas tentativas de manterem seus orçamentos dentro deste limite, os governos da França e da Alemanha se juntaram e trabalharam em conjunto para diluir as regras.

Agora, porém, novas penalizações estavam sendo discutidas: sanções e cortes nos fundos de auxílio e desenvolvimento para o país que excedesse o marco de 3% no seu déficit. Em junho, Merkel propôs também a remoção no direito a voto na UE destes países infratores, mas sua proposta não foi aceita. Outra iniciativa que não foi adiante foi a proposta feita pela comissão da UE de uma maior coordenação entre os planos orçamentários de cada país antes de eles serem votados em seus respectivos parlamentos nacionais. Alemanha, França e Espanha se opuseram a este plano, pois ele reduziria sua soberania.

Após a aparente tranquilização dos mercados, a Espanha perdeu seu grau de crédito AAA na Fitch no dia 28 de maio. Em junho, a Grécia acelerou seu processo de privatização, vendendo participações em empresas públicas. O seguro contra o calote de dívidas soberanas aumentou até mesmo para a Alemanha, a qual teve também de anunciar medidas próprias para reduzir seu déficit de €80 bilhões até 2014.

Enquanto isso, os problemas do sistema bancário só aumentavam. Os preços dos títulos governamentais em suas carteiras estavam caindo. Os bancos se encontravam em meio a um grande dilema. Vender os títulos do governo em sua posse iria não apenas revelar as perdas contábeis do setor, como também tal ato iria reduzir a confiança nos governos. O sistema bancário e os governos estavam mais coligados do que jamais estiveram. O calote de um iria gerar calotes no outro. Se a Grécia desse o calote em suas obrigações, os bancos que tivessem títulos gregos em seus livros contábeis poderiam se tornar insolventes. Estes bancos insolventes, por sua vez, por operarem em um sistema de reservas fracionárias, poderiam desencadear o colapso de outros bancos, ou forçar seus respectivos governos a lhes concederem pacotes de socorro, o que levaria tais governos ao calote também. Se, por outro lado, os bancos tivessem prejuízos e fossem à falência, eles provavelmente induziriam a intervenção de seus governos para salvar o sistema bancário nacional. Este socorro implicaria mais dívida governamental, uma aceleração da crise da dívida soberana, e possivelmente a dívida sendo levada para um nível além do sustentável. Um pânico nos mercados da dívida soberana e seguidos calotes governamentais poderiam ser as consequências.

Em junho, a Espanha ganhou a atenção do mercado. Um calote parcial da Grécia ou uma reestruturação de sua dívida já era algo presumido e descontado pelos mercados. Já um calote espanhol, no entanto, seria um problema muito maior. As notícias ruins iam se avolumando. Bancos espanhóis, principalmente o Cajas, não mais estavam conseguindo se refinanciar no mercado interbancário, e se mantinham operantes unicamente por causa de empréstimos do BCE. Sua dependência em relação aos empréstimos do BCE havia aumentado para um volume recorde de €86 bilhões em maio. Difundiam-se os rumores de que o governo espanhol estava prestes a recorrer ao fundo de socorro da UE. Mas isso foi prontamente negado pelas autoridades espanholas.

No dia 14 de junho, a Moody's rebaixou os títulos do governo da Grécia para o status de lixo. Os bancos gregos estavam perdendo não apenas suas linhas de crédito junto a outros bancos, como também estavam perdendo vários depósitos bancários, os quais haviam encolhido 7% em um ano à medida que os gregos iam retirando seus fundos do seu sistema bancário e transferindo-os para bancos de outros países ou até mesmo preferindo estocar o dinheiro em casa.

Os bancos gregos estavam recebendo €85 bilhões em empréstimos do BCE e fornecendo majoritariamente títulos do governo grego como colateral.[154] Ao mesmo tempo, o BCE seguiu comprando títulos governamentais, os quais já totalizavam €47 bilhões.

As coisas se acalmaram um pouco em julho; mas houve também algumas notícias ruins. O governo grego cancelou as emissões programadas de títulos de dozes meses, passando a confiar apenas em títulos de curto prazo (vinte e seis semanas) e em fundos de resgate. As greves no país não acabaram, o que prejudicou a indústria do turismo. No dia 13 de julho, a Moody's rebaixou o *rating* de Portugal em dois graus: para A1. Por outro lado, houve uma série de notícias alvissareiras: o anúncio de um teste de estresse dos bancos europeus acalmou os mercados, que estavam na expectativa de transparência e de uma solução para os problemas dos bancos; o BCE continuou comprando títulos governamentais e expressou preocupação quanto a 'insuficientes medidas de socorro aos países deficitários'; a Espanha conseguiu refinanciar um volume significativo de sua dívida no mercado; o governo grego aprovou a alteração na idade de aposentadoria para 65 anos; e Eslováquia, o último país que ainda resistia ao pára-quedas de €750 bilhões, finalmente aprovou o plano.

Eis um diagrama da taxa de câmbio do euro em relação ao dólar ao longo dessa nossa história.

---

[154] Ver Ambrose Evans-Pritchard, "Axa Fears 'Fatal-Flaw' Will Destroy Eurozone," *Telegraph.co.uk* (June 14, 2010), http://www.telegraph.co.uk.

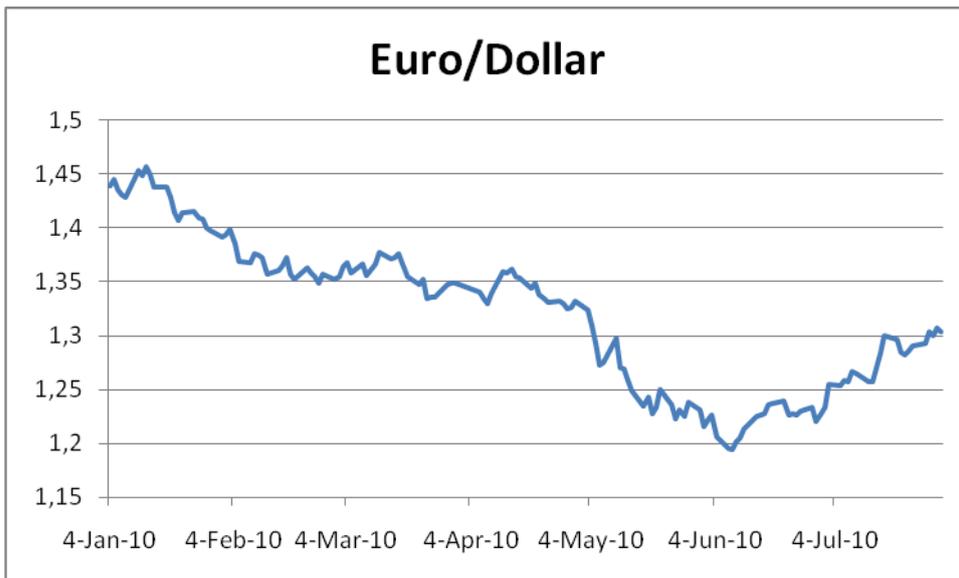



Gráfico 13: Taxa de câmbio Euro/Dólar

Fonte: ECB (2010)

Ao mesmo tempo, a depreciação do euro é uma boa ilustração da importância da qualidade de uma moeda.[155] A quantidade de euro não se alterou significativamente em relação ao dólar durantes estes meses. Mas sua qualidade se deteriorou substancialmente.

A qualidade de uma moeda é sua capacidade de cumprir as funções básicas do dinheiro, isto é, de servir como um bom meio de troca, uma reserva de valor e uma unidade de conta. Fatores importantes para a qualidade de uma moeda são o arranjo institucional do banco central, sua equipe administrativa e seus ativos, entre outras coisas. Os ativos de um banco central são importantes porque são eles que lastreiam seu passivo — isto é, a moeda — e podem ser utilizados para defender a moeda internamente, externamente ou em uma reforma monetária.[156]

Durante a primeira metade de 2010, a capacidade do euro de servir como reserva de valor se tornou cada vez mais duvidosa. Com efeito, não estaca claro se o euro sequer sobreviveria à crise da dívida soberana. A confiança na capacidade do euro de servir como reserva de valor foi abalada. Em específico, a credibilidade do BCE reduziu-se substancialmente. Trichet havia negado que iria aplicar regras excepcionais para a aceitação de colaterais de países, ou que o BCE iria comprar diretamente títulos dos governos. Para ambos os casos, ele quebrou sua promessa. Isso alterou drasticamente a percepção do mercado quanto à firmeza do BCE.

---

[155] Philipp Bagus, “The Fed’s Dilemma,” *Mises.org daily* (October 8, 2009), http://mises.org.

[156] Philipp Bagus and Markus Schiml, “A Cardiograph of the Dollar’s Quality: Qualitative Easing and the Federal Reserve Balance Sheet During the Subprime Crisis,” *Prague Economic Papers* 19 (3, 2010): pp. 195-217.

Na ocasião do lançamento do euro, a pergunta era se o euro seria uma moeda de estilo germânica ou uma moeda de estilo latino. O BCE iria operar de acordo com a tradição do Bundesbank ou com a tradição dos bancos centrais da Europa mediterrânea? Os eventos do primeiro semestre de 2010 indicavam cada vez mais claramente a segunda opção. O BCE não estava primordialmente preocupado com a estabilidade do valor do euro e não oferecia resistência a interesses políticos; antes, ele era um servo leal das politicagens em prol de uma união pautada pela transferência de renda. A união monetária havia se transformado em uma união cuja política monetária servia essencialmente para fazer uma transferência de riqueza dentro da Europa.

Não apenas Trichet e sua quebra de promessa diminuíram a qualidade do euro, como ele também ultrapassou os limites aos olhos de muitos ao começar a comprar diretamente títulos governamentais (muito embora, em termos econômicos, não haja uma diferença substancial entre comprar títulos governamentais e aceitar títulos governamentais como colateral em operações de empréstimos).

Outro fator que pesou na qualidade do euro foi o fato de que ex-autoridades do Bundesbank perderam influência no conselho do BCE. Banqueiros centrais latinos estavam dominando a instituição. Axel Weber, da Alemanha, protestou contra a decisão do BCE de comprar títulos governamentais, mas foi em vão.

Além da mudança de percepção do BCE, que passou a ser visto como um banco central mais inflacionista, outro fator afetou a qualidade do euro negativamente: o afrouxamento *qualitativo*.[157] O afrouxamento qualitativo descreve uma política monetária utilizada por bancos centrais que leva a uma redução da qualidade média dos ativos que estão lastreando a base monetária (isto é, lastreando o passivo do banco central). Ao comprar títulos governamentais de países problemáticos, a qualidade média dos ativos lastreando o euro foi reduzida.

Faz uma enorme diferença se, para €1.000 emitidos pelo BCE (no lado dos passivos), ele mantém, no lado dos ativos, €1.000 em ouro, €1.000 em títulos do governo alemão, ou €1.000 em títulos do governo grego. Estes ativos possuem qualidade e liquidez distintas, afetando a qualidade do euro.

No final, o balancete do BCE foi acumulando um volume crescente de títulos de governos problemáticos, os quais o BCE havia comprado do sistema bancário. O BCE utilizou este afrouxamento qualitativo para dar sustento ao sistema bancário, absorvendo seus ativos ruins. Como consequência, a qualidade do euro foi reduzida. Um calote da Grécia ou de outros países iria, como consequência, implicar enormes

---

[157] Ver Philipp Bagus and Markus Schiml, "New Modes of Monetary Policy: Qualitative Easing by the Fed," *Economic Affairs* 29 (2, 2009): pp. 46-49, para mais informações. Para estudos de caso das políticas de alteração de balancete do Federal Reserve, ver Bagus and Schiml, "A Cardiograph of the Dollar's Quality," e "New Modes of Monetary Policy"; e para as políticas do BCE, Philipp Bagus and David Howden, "The Federal Reserve and Eurosystem's Balance Sheet Policies During the Subprime Crisis: A Comparative Analysis," *Romanian Economic and Business Review* 4 (3, 2009): pp. 165-85 e Philipp Bagus and David Howden, "Qualitative Easing in Support of a Tumbling Financial System: A Look at the Eurosystem's Recent Balance Sheet Policies," *Economic Affairs* 21 (4, 2009): pp. 283-300.

perdas para o BCE. Estas iriam diminuir ainda mais a confiança no euro, podendo fazer com que uma recapitalização fosse necessária.[158]

Ao mesmo tempo, a condição econômica dos governos e a qualidade de seus títulos utilizados como colateral para operações de empréstimos se deterioraram. Se um banco desse o calote em seus empréstimos contraídos junto ao BCE, o BCE ficaria com colaterais cujo valor e qualidade estariam agora deteriorados. O euro somente se estabilizou em julho de 2010, quando o governo espanhol viu que seria capaz de se refinanciar nos mercados, a indústria alemã divulgou excelentes resultados, e a recuperação dos EUA se mostrou mais lenta do que o esperado.

Uma ajuda adicional foi fornecida por um teste de estresse do sistema bancário europeu. Por meio de uma simulação, o teste analisou como os bancos europeus resistiriam a um calote parcial da dívida soberana. Suposições irrealistas foram escolhidas para gerar o resultado desejado: a maioria dos bancos foi aprovada no teste — um importante golpe publicitário. Os testes de estresse abordaram somente as carteiras de valores mobiliários negociáveis dos bancos. Fez-se a suposição de que os títulos não sofreriam calotes, e, portanto, não havia necessidade de considerar nenhum impacto nos registros contábeis dos bancos que mantivessem tais títulos até sua maturidade. Além do mais, os testes supuseram perdas muito baixas, tais como uma redução de meros 23% para os títulos gregos. Mais ainda, não se levou em conta a interconectividade de eventos. Se a Grécia desse o calote, isto poderia desencadear um calote de Portugal e depois da Espanha e assim por diante. A suposição de que a redução poderia ser contida a 23% nos títulos gregos era altamente irrealista. No que mais, o teste de estresse não levou em consideração eventuais perdas com o calote de instituições financeiras ou perdas sofridas em outras classes de ativos, como hipotecas. Por último mas não menos importante, o teste foi apenas sobre solvência, e não sobre liquidez. Se alguns bancos possuem maturações descompassadas, isto é, se eles tomaram empréstimos a curto prazo e emprestaram a longo prazo, eles têm de refinanciar estas dívidas de curto prazo. Se não houver poupança suficiente disponível ou se ninguém estiver disposto a refinanciá-los, o resultado será a iliquidez. A iliquidez pode, então, desencadear problemas de solvência. O grau de maturação descompassada e o perigo de iliquidez não foram considerados nos testes. Assim, as suposições foram bastante restritas e pareciam ter sido escolhidas para que se obtivesse o resultado desejado: todos os bancos estão sólidos, exceto aqueles que todo mundo já sabia de antemão estarem insolúveis. Curiosamente, todos os bancos irlandeses que alguns meses mais tarde tiveram de ser socorridos pelo governo irlandês foram aprovados no teste. No entanto, até aquele momento, um colapso total do sistema havia sido evitado e o euro recuperou parte de suas perdas durante o início do segundo semestre.

Irlanda

A crise da dívida soberana voltou com força total após as férias de verão na Europa. No dia 25 de agosto, a Irlanda foi rebaixada pela S&P para AA-, o qual era ainda um grau melhor do que a Itália. A S&P esperava que a dívida da Irlanda subisse para 113% do

---

[158] Para a possibilidade de recapitalização e possíveis problemas, ver Bagus and Howden, "The Federal Reserve and Eurosystem's Balance Sheet Policies," e "Qualitative Easing in Support of a Tumbling Financial System."

PIB em 2012. A estimativa para a recapitalização do sistema bancário foi elevada de €35 bilhões para €59 bilhões. Em setembro, a pressão sobre os juros dos títulos dos países periféricos continuou a se intensificar em resposta aos problemas do Anglo Irish Bank e aos custos de sua recapitalização que recairiam sobre o governo irlandês.

Por volta da mesma época, foram divulgados plenos do governo alemão voltados para fortalecer as sanções do PEC. Schäuble sugeriu a retenção dos subsídios da UE para a infraestrutura dos países que violassem o PEC e a redução dos seus direitos de voto. O governo espanhol protestou contra tal reforma. A luta entre os governos mais fiscalmente responsáveis e os menos continuou.

O sistema bancário europeu voltou novamente para a beira do precipício em meados de setembro de 2010, quando os investidores se tornaram temerosos de que a Irlanda não conseguiria fazer a recapitalização de seu sistema bancário. No dia 17 de setembro, o custo de um seguro contra a dívida irlandesa atingiu níveis recordes e a bolsa de valores do país despencou. O pânico só foi contido quando o BCE comprou títulos irlandeses, sinalizando que estava disposto a dar apoio ao governo irlandês da mesma maneira que havia feito com a Grécia e com outros governos periféricos. Ao contrário do que havia ocorrido no primeiro semestre, a crise agora havia sido contida porque os mercados sabiam que BCE estava ali pronto para comprar todos os títulos necessários, e estava acompanhado por um fundo de resgate de €750 bilhões.

Tendo vários títulos dos países periféricos em seu balancete, o BCE continuou perdendo sua independência. O BCE tinha agora de se esforçar para impedir que tais títulos percam valor, e, para fazer isso, teve de dar ainda mais suporte a estes países. O BCE se tornou refém de políticos irresponsáveis em decorrência de ter ajudado a pagar as contas deles. Como consequência de iminentes prejuízos resultantes de suas compras de títulos, em dezembro de 2010 o BCE recebeu uma injeção de capital de €5 bilhões. Tal aumento de capital reduziu os lucros que são repassados aos governos da UME.

Após as pressões terem se reduzido em decorrência das compras de títulos pelo BCE, uma reunião de cúpula em Bruxelas no dia 29 de outubro demonstrou mais uma vez o poder do governo alemão resultante de suas garantias dadas às dívidas dos governos periféricos. O fundo de resgate tinha uma duração limitada a três anos. Ao final de outubro, a chanceler alemã Angela Merkel deixou claro que o prazo seria ampliado somente se houvesse uma reforma que fizesse com que todos os investidores privados detentores de títulos governamentais também participassem dos custos de futuros pacotes de socorro. Em outras palavras, a Alemanha ameaçou retirar parte da explícita garantia de socorro que havia prometido aos agentes privados que investiam em títulos da dívida dos governos. Ou seja, após 2013, os investidores poderiam sofrer prejuízos em qualquer eventual pacote de socorro. Como consequência desta manobra, os investidores começaram a vender títulos dos governos dos PIIGS. As taxas de juros subiram.

A atenção do mercado voltou-se para a Irlanda novamente. O governo irlandês teria, para 2010, um déficit estimado em inacreditáveis 32,5% do PIB, e a dívida total do governo já estava em 80% do PIB em decorrência de seguidos aumentos de gastos para sustentar seu insolvente setor bancário.

Embora seu déficit seja gigante, os problemas irlandeses são um tanto distintos dos problemas fiscais dos outros governos dos PIIGS. Nestes, os altos déficits públicos são estruturais, isto é, advêm de insustentáveis gastos assistencialistas e de um mercado de fatores de produção (especialmente o custo da mão-de-obra) pouco competitivo, engessado por leis trabalhistas rigorosas. Os governos, mais proeminentemente o da Grécia, utilizaram-se de seguidos aumentos nos gastos públicos — e, consequentemente, no déficit público — para aumentar artificialmente o padrão de vida de sua população. Os governos dos PIIGS incorreram em déficits para financiar o seguro-desemprego, os funcionários públicos, e os pensionistas; toda essa gastança serviu para sustentar seus inflexíveis mercados de trabalho.

Na Irlanda, os problemas são de outra natureza. Embora a Irlanda também tivesse um estado assistencialista grande e custoso, não é exagero dizer que, de certa forma, a Irlanda era competitiva até demais. A Irlanda possui a menor alíquota de imposto de renda de pessoa jurídica em toda a União Econômica e Monetária Européia, de meros 12,5%. A carga tributária atraiu bancos de todo o mundo para a ilha, onde eles expandiram seus negócios. Como consequência, o setor bancário da Irlanda expandiu-se substancialmente. Durante os anos de bonança, os bancos auferiram enormes lucros em decorrência do privilégio de poderem expandir o crédito através de suas reservas fracionárias, além de contarem com o implícito apoio do governo, que garantia socorro em caso de problemas. Como resultado da expansão do crédito, uma bolha imobiliária irlandesa foi criada. E seu subsequente estouro provocou substanciais prejuízos e até mesmo a insolvência de vários bancos irlandeses.

Ao passo que os lucros bancários durante a bonança eram privados, seus prejuízos foram socializados no dia 30 de setembro de 2008, quando o governo irlandês deu garantias a todos os passivos bancários. No final de 2010, a Irlanda injetou aproximadamente €50 bilhões de euros em seu sistema bancário. Os problemas irlandeses foram criados não por um excessivo estado assistencialista, mas sim pela socialização dos prejuízos de um privilegiado sistema bancário.

O socorro irlandês custou €85 bilhões de euros a uma subsidiada taxa de juros de 5,8%. Parte disso poderia ser utilizada para criar um fundo para o sistema bancário irlandês. O socorro fez com que o cidadão irlandês, por meio de seus impostos, fosse o responsável por pagar por empréstimos que serviram para cobrir os prejuízos dos bancos. A população irlandesa, obviamente, se opôs a isso. Os irlandeses entenderam que o dinheiro do resgate servirá principalmente para sustentar não o padrão de vida dos funcionários públicos, dos desempregados ou dos pensionistas — como no caso da Grécia —, mas sim para sustentar o padrão de vida dos banqueiros.

Devido à resistência, o governo irlandês decidiu adiar as eleições gerais para somente depois que o orçamento já tivesse sido aprovado. O orçamento incluía um aumento no imposto sobre vendas, de 21 para 23%. Efetivamente, a população irlandesa foi obrigada a assumir as dívidas dos bancos, tendo de quitá-las ao longo dos anos vindouros. Nenhum voto democrático sobre a questão constou nas cédulas, pois os irlandeses certamente iriam votar contra.

Por que os governos da Zona do Euro pressionaram a Irlanda para pedir o socorro?

Primeiro, os juros sobre os títulos dos PIIGS estavam aumentando. Após o anúncio dos planos de reforma da chanceler alemã Merkel, os investidores começaram a temer que teriam prejuízos com esses títulos. Os governos da zona do euro acreditavam que, ao socorrerem a Irlanda e mostrarem determinação, eles retirariam a pressão sobre Portugal. Portugal — com problemas estruturais similares ao da Grécia — é uma peça-chave porque os bancos espanhóis investiram grandes somas em Portugal. Se Portugal caísse, o sistema bancário espanhol cairia junto. Se a situação chegasse a esse ponto, o fundo de resgate já estaria exaurido e a situação, incontrolável. Com o intuito de interromper essa reação em cadeia, a Irlanda foi pressionada a aceitar o socorro.

Segundo, era importante socorrer os bancos irlandeses porque os bancos ingleses, franceses e alemães haviam investido somas vultosas na Irlanda. Os prejuízos irlandeses poderiam destruir o capital dos bancos europeus e derrubar todo o sistema bancário europeu — e, por conseguinte, seus governos.

Porém, como o governo irlandês poderia ser "convencido" a aceitar o socorro, mesmo sabendo que a população irlandesa era radicalmente contra? Por que o governo irlandês iria pedir socorro mesmo tendo anunciado ter fundos suficientes para até meados de 2011? Havia dois instrumentos com os quais pressionar o governo irlandês.

O primeiro é o financiamento que os bancos irlandeses recebem do Banco Central Europeu (BCE). Desde a crise financeira, os bancos irlandeses passaram a depender de empréstimos feitos pelo BCE. Sem esses empréstimos, os bancos irlandeses iriam à falência, o que implicaria tremendas perdas para o governo irlandês, o qual sempre garantiu os empréstimos de seus bancos. Com efeito, Trichet mencionou — durante os dias em que o governo irlandês ainda resistia a um socorro — que o BCE não estava disposto a ficar estendendo para sempre os empréstimos emergenciais aos bancos irlandeses.

O segundo instrumento foi a ameaça alemã de retirar todas as suas garantias. Se a Alemanha retirar suas garantias para governos da zona do euro excessivamente endividados, estes governos certamente irão à bancarrota em decorrência do inevitável aumento que haverá nos juros dos títulos de sua dívida. Desta forma, a Alemanha pode pressionar países periféricos a fazer reformas ou aceitar pacotes de socorro.

O socorro irlandês não conseguiu conter a reação em cadeia. Os juros dos títulos portugueses e espanhóis continuaram subindo. Quando alguém é socorrido, um outro alguém tem de pagar a conta. Os governos da zona do euro hoje têm de pagar juros maiores sobre suas próprias dívidas em decorrência do fardo adicional causado pelos empréstimos à Irlanda. Com efeito, até mesmo os juros sobre os títulos do governo alemão aumentaram após o socorro.

O socorro irlandês fortaleceu a tendência rumo à centralização do poder na União Européia. Os políticos europeus já determinam, indiretamente, qual deve ser o orçamento irlandês. Por exemplo, eles repetidamente deram ordens ao governo irlandês para aumentar impostos, como o imposto sobre vendas. Eles também vêm colocando enorme pressão sobre o governo irlandês para que ele abandone sua política de baixos impostos sobre pessoa jurídica, política essa que vários políticos europeus classificam como sendo "dumping fiscal". Nesse ponto, pelo menos, o governo irlandês vem resistindo.

Axel Weber

Os dois mais importantes acontecimentos do primeiro semestre de 2011 foram a ideia de Merkel em estabelecer um Pacto pela Competitividade em troca de uma ampliação do fundo de resgate e a renúncia de Axel Weber como candidato à presidência do Banco Central Europeu. Em fevereiro, Axel Weber anunciou que iria deixar a presidência do Bundesbank no dia 30 de abril, atitude esta que o descartaria como próximo presidente do BCE. Muitas pessoas consideravam que Weber, o conservador presidente do Bundesbank, seria a próxima escolha para a presidência do BCE, e depositaram muita fé nele. Por que ele renunciou? Weber havia criticado as políticas do BCE várias vezes. Começando por sua crítica ao afrouxamento quantitativo do BCE, ele seguidamente criticou as compras de títulos governamentais com o intuito de ajudar governos insolventes. Weber sempre defendeu uma política monetária mais restritiva, mas nunca encontrou ressonância em suas opiniões. Sua candidatura nunca foi defendida vigorosamente por Merkel, que queria fazer concessões políticas a Sarkozy, forte oponente de Weber.

A mais provável explicação para a saída de Weber é que ele temia a inflação e não queria ser o responsável por monstruosos pacotes de socorro e a alta inflação de preços que isto iria gerar. O próprio Weber falou sobre a "falta de aceitação" para suas visões anti-inflacionárias como motivo de sua saída. É bem possível que Weber tenha sido pressionado a renunciar. O Conselho Europeu (ministros) decide por meio de voto majoritário quem será o próximo presidente do BCE. França e Itália podem impedir com seus votos qualquer candidato. Sendo assim, é que possível que Weber tenha sido convencido a renunciar "voluntariamente" para evitar demonstrações de exibicionismo do Conselho.[159]

A política monetária europeia não mais é conduzida pelo Bundesbank. Os seguidores desta tradição são simplesmente derrotados pela maioria dos votos de seus oponentes. Assim, o ex-ministro das finanças da Alemanha, Peer Steinbrück, disse que não queria se tornar presidente do BCE quando seu nome foi sugerido como candidato. Sua explicação foi reveladora. Ele declarou que estaria em minoria, dado que suas visões políticas eram similares às de Weber.

O Pacto pela Competitividade e a ampliação do fundo de resgate

O Pacto pela Competitividade (mais tarde renomeado de pacto euro-mais) pode se tornar simbólico em decorrência do épico fracasso da barganha de Merkel. Os eventos de maio de 2010 geraram um fundo de resgate de €750 bilhões, tendo a Alemanha e outros países solventes como os principais financiadores. Ainda assim, o fundo de resgate estava limitado a três anos, o que significa que, em 2013, a Alemanha não mais teria de socorrer governos periféricos; uma importante carta na manga.

Merkel, no entanto, utilizou esta carta na manga para exigir sanções automáticas dentro de um PEC alterado, a perda de direito a voto para países que o violassem o PEC e perdas para investidores privados em processos de reestruturação de dívidas públicas.

---

[159] Ver Roland Vaubel, "Eine andere Interpretation des Weber Rücktritts", 2011, http://wirtschaftlichefreiheit.de

No dia 27 de outubro de 2010, Merkel ainda pronunciava as seguintes palavras a respeito do fundo de resgate: "Ele [o fundo] termina em2013. Isso é o que queríamos e foi isso que decretamos. Não pode haver e não haverá uma simples ampliação do fundo, pois ele não serve como instrumento de longo prazo, pois ele envia aos mercados e aos governos das nações-membro sinais distorcidos, além de gerar expectativas perigosas. Ele gera a expectativa de que a Alemanha e outras nações-membro — e, desta forma, os contribuintes destes países em caso de crise — irão de alguma forma substituir e assumir os riscos dos investidores."[160]

Curiosamente, e apesar destas palavras, no dia 16 de dezembro, o Conselho Europeu concordou em tornar o fundo de resgate permanente. Isto representou uma grande derrota para a posição alemã, que sempre insistiu e sustentou que o fundo duraria somente até 2013.

Em troca da ampliação do fundo de resgate, Merkel insistiu em um "pacto pela competitividade". Sua proposta inicial incluía a harmonização fiscal (com um determinado intervalo de variação para as alíquotas de impostos), a harmonização da idade de aposentadoria (70 anos) e de configurações salariais (eliminando a indexação de salários pela inflação de preços), limites para os déficits e para a dívida pública, um freio ao endividamento (similar ao alemão), um controle orçamentário de cada país gerenciado por Bruxelas, e sanções para países que não cumprirem estas regras. Embora algumas medidas apontem para a direção correta, como a redução da previdência pública, salários não indexados pela inflação e controle de déficits, o plano estabelece uma perigosa centralização. Sarkozy deu apoio a Merkel, uma vez que o plano dela representava um passo rumo a um governo centralizado que os franceses sempre defenderam. Ademais, dentro do pequeno grupo do euro, em contraposição ao EU 27, a França e seus aliados tinham mais peso contra a Alemanha. Trichet considerava a criação dos Estados Unidos da Europa uma possibilidade, a qual ele considerava ser "nosso projeto histórico".

Tais eventos representaram uma acachapante derrota para os pagadores de impostos alemães. Não apenas eles foram obrigados a financiar um permanente fundo de resgate, como o governo francês também obteve sua eternamente desejada centralização governamental. Ainda que no início possa haver uma forte influência alemã, no longo prazo tal influência será reduzida, como ocorreu com o BCE, onde os votos da Alemanha são facilmente sobrepujados. Ao mesmo tempo, Merkel abriu mão de sua exigência de uma participação automática de investidores privados nos pacotes de socorro.

No curto prazo, é possível encontrar alguns aspectos positivos na estipulação das políticas fiscais por Bruxelas ou indiretamente pela Alemanha. Quando a Alemanha ou Bruxelas diz à Espanha, à Grécia ou à Irlanda para reduzirem seus déficits ou privatizarem suas previdências, o resultado para as pessoas que vivem nestes países pode ser uma redução no tamanho do governo no curto prazo. Porém, tal centralização de poder na UE irá provavelmente se comprovar desastrosa para a liberdade no longo prazo. Um fator que frequentemente dificulta as tentativas dos governos de aumentar

---

[160] Citado em Frank Schäffler, "Europäischer Stabilitätsmechanismus (ESM)," 2011, *Schriftliche Erklärung*, www.frank-schaeffler.de.

seus poderes via aumento de impostos ou regulamentações é a concorrência de outros governos. Se os impostos se tornam demasiados altos em um país, os agentes econômicos irão procurar refúgio em outros países que tenham uma carga tributária menor (como a Irlanda e sua baixa alíquota de imposto de pessoa jurídica). Se a política econômica se tornar centralizada na União Europeia, esta limitação sobre o poder estatal será eliminada. Os políticos europeus já visam a uma harmonização das políticas fiscais e já falam sobre referenciais para alíquotas de impostos. Quando as políticas fiscais forem harmonizadas, haverá uma tendência rumo a um aumento do poder de Bruxelas, e, consequentemente, rumo a um aumento das alíquotas de impostos por toda a zona do euro. Os pacotes de socorro, o fundo de resgate permanente, e uma centralização governamental podem salvar o euro no curto prazo, mas ao custo de se estar construindo um estado europeu forte, totalitário e centralizado, uma vez que as decisões políticas serão transferidas para Bruxelas em troca de pacotes de socorro. A desordem produzida pelo euro terá então servido como um instrumento para a criação de um estado centralizado dentro da Europa.

No dia 11 de março, em uma reunião de cúpula da UE, a união baseada puramente na transferência de renda foi mais detalhadamente moldada. O fundo de resgate foi ampliado e deu-se permissão para que ele comprasse títulos governamentais diretamente no mercado primário. Países como Portugal podem agora emitir títulos que serão comprados pelo fundo de resgate. O fundo de resgate, por sua vez, emite títulos para financiar estas compras — um procedimento que equivale a títulos denominados em euro entrando pela porta dos fundos. Os pagadores de impostos dos países solventes compram as dívidas de governos problemáticos. A Alemanha poderá garantir aproximadamente €200 bilhões em vez dos €123 bilhões anteriormente acordados. O FEEF possuía uma quantia de €440 bilhões, dos quais apenas 250 possuíam classificação AAA. O novo e permanente Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF), que começará em 2013, terá uma capacidade efetiva de €500 bilhões e poderá comprar títulos diretamente dos governos ao seu valor nominal.[161] O MEEF terá €80 bilhões em dinheiro vivo, €22 bilhões da Alemanha. O pagamento em dinheiro implica um custo de €600 a €900 milhões em juros para a Alemanha por ano. Supostamente, o capital do MEEF deve ser de €700 bilhões para garantir a emissão de pelo menos €500 bilhões em títulos classificados como AAA. A Alemanha arcará com 27,1% dos custos totais. Hans Werner Sinn estimou que o fardo total dos pacotes de socorro e do fundo de resgate será de €366 bilhões para a Alemanha.[162]

Se os governos estão insolventes — um conceito arbitrário cujo único intuito é diferenciá-lo de ilíquido —, então todos os investidores privados que comprarem seus títulos terão um *haircut* e sofrerão perdas. O resultado mais provável, portanto, é que nenhum governo será considerado ilíquido, de modo que os investidores privados nunca sofrerão perdas.

O que Merkel conseguiu em troca de tudo isso? O Pacto pela Competitividade continuou vago. Sanções para os governos infratores não foram mencionadas. Pelo menos Merkel manteve um veto para empréstimos futuros para nações problemáticas,

---

[161] Em fevereiro de 2012, o início do MEEF foi antecipado para meados de 2012.

[162] Hans Werner Sinn, "Deutschland: Die Lotsen gehen von Board," 2011, www.mmnews.de.

uma vez que pacotes de socorro deveriam ter aprovação unânime — algo que ela tentou vender como sendo uma grande vitória.

A reunião de cúpula criou também uma obscura reestruturação da dívida para a Grécia. Concordou-se em reduzir as taxas de juros dos empréstimos para a Grécia de 5,2% para 4,2%. O período de pagamento destes empréstimos foi ampliado de três anos para sete anos e meio. Isto implica, além de uma reestruturação parcial, vultosas perdas de juros para os pagadores de impostos das nações solventes. Curiosamente, os empréstimos para a Irlanda a juros de 5,8% não tiveram suas taxas reduzidas porque o novo primeiro-ministro irlandês, Enda Kenny, não concordou em elevar o imposto de renda de pessoa jurídica em troca deste favor.

Na reunião seguinte, ocorrida nos dias 24 e 25 de março, as alterações feitas no dia 11 de março foram finalmente ratificadas. Embora no dia 23 de março o presidente português José Sócrates tivesse renunciado após seu último pacote de austeridade não ter sido aprovado pelo parlamento, Portugal ainda assim não quis recorrer ao fundo de resgate.

Portugal

O colapso das finanças públicas portuguesas era apenas uma questão de tempo.

No início de janeiro de 2011, à medida que a pressão ia aumentando, um importante leilão de títulos da dívida de Portugal ocorreu sem maiores sobressaltos. O governo estava pagando menos de 7% por títulos de 10 anos, algo considerável insustentável por vários parlamentares portugueses.[163] Nos dias anteriores, o BCE incorreu em uma maciça compra de títulos portugueses, o que ajudou enormemente o leilão da dívida portuguesa. O BCE salvou Portugal. O Barclays Capital estimou que o BCE comprou €19,5 bilhões dos €21,7 bilhões de títulos portugueses vendidos em 2010. De fevereiro de 2011 em diante, as taxas de juros dos títulos portugueses mantiveram-se consistentemente acima de 7%, chegando a 8,5% em abril. A dívida pública foi de 92% do PIB em 2010. O déficit público em 2010 foi de 8,6% do PIB, menos do que os 10% registrados em 2009. Isto quer dizer que as medidas de austeridade, as quais encontraram forte resistência por meio de manifestações de rua, conseguiram reduzir o déficit em apenas 1,4 pontos percentuais.

A situação de Portugal é similar à da Grécia. A economia é pouco competitiva, com seu enorme setor público e seu mercado de trabalho inflexível. A estrutura da economia não está alinhada com os reais desejos dos consumidores e é mantida artificialmente por volumosos gastos governamentais.

Durante a primeira década do século XXI, os setores público e privado aumentaram seu endividamento. As taxas de juros foram artificialmente reduzidas em decorrência da expansão do crédito iniciada pelo Eurossistema e pelo implícito financiamento das dívidas portuguesas pela Alemanha. O país ibérico viveu muito além de sua realidade financeira, inchando seu setor público para 50% do PIB em 2009, gerando uma enorme

---

[163] Alexander Liddington-Cox, "THE DAILY CHART: Portugal´s Austerity Impasse", *BusinessSpectator* (March 23, 2011) http://www.businessspectator.com.au

pressão fiscal. O déficit na balança comercial, em consequência de toda essa expansão artificial, chegou a 10% do PIB.

Um padrão de vida artificialmente elevado foi possibilitado pela acumulação de dívidas a taxas de juros artificialmente baixas. O necessário processo de ajustamento de sua atrasada economia foi postergado pelo crédito artificialmente barato. Entre 2002 e 2007, o PIB português cresceu apenas 6%, ao passo que o espanhol cresceu 22% (bolha imobiliária), o irlandês cresceu 37% (bolha bancária), e o grego cresceu 27% (bolha do setor público). O desemprego em Portugal dobrou, indo de 4% para 8%, enquanto que o desemprego na Espanha, na Irlanda e na Grécia não cresceu — em alguns casos até caiu. Ao passo que a receita tributária aumentou 35% em Portugal, ela cresceu 50% na Grécia e 70% na Espanha e na Irlanda.[164]

Enquanto países como a Alemanha começaram reformas estruturais, reduziram os gastos públicos com programas sociais e reduziram os salários reais, Portugal aproveitou o estímulo fornecido pelo crédito fácil e postergou uma extremamente necessária reforma em seu modelo de produção. Outros países periféricos utilizaram o crédito farto para criar bolhas.

Com a taxa de juros e o endividamento em forte ascensão, e nenhuma reforma séria no horizonte, Portugal irá dar o calote em algum momento futuro caso não seja socorrido. A economia portuguesa deve €80 bilhões para bancos espanhóis. Se o governo português der o calote, várias empresas que dependem do enorme setor público farão mesmo, pois não serão capazes de pagar suas dívidas junto aos bancos espanhóis. Isto, por conseguinte, poderá desencadear uma crise bancária na Espanha, o que elevará as taxas de juros dos títulos da dívida do governo espanhol.

Com tudo isso, a expectativas continuam sinistras. A União Europeia se transformou em uma união de redistribuição de renda. As taxas de juros que a maioria dos governos tem de pagar sobre suas dívidas permanecem em níveis elevados. O total acumulado da dívida soberana segue crescendo. O futuro nos dirá se toda esta situação era sustentável.

---

[164] Ver Juan Ramón Rallo, "Portugal: Una decada (mal)viviendo del crédito barato," *juanramonrallo.com* (March 23, 2011) http://www.juanramonrallo.com, and Juan Ramón Rallo, "España sí es Portugal, " *juanramonrallo.com* (March 29, 2011), http://www.juanramonrallo.com

12. A espiral intervencionista se acelera

A compra de títulos italianos e espanhóis

O verão de 2011 foi longe de ser uma estação de calmaria na Europa. As medidas de austeridade na Itália e na Espanha foram consideradas insuficientes por um número crescente de investidores. A sensação dos mercados financeiros era a de que o primeiro-ministro italiano Silvio Berlusconi não estava fazendo o suficiente, e que seu colega espanhol, José Luis Zapatero, não estava atacando o severo desemprego espanhol. Ambos haviam perdido sua credibilidade. Ao final de julho, Zapatero convocou eleições antecipadas para o dia 20 de novembro. Não obstante, as pressões do mercado aumentaram e os juros dos títulos espanhóis e italianos atingiram altas históricas nos primeiros dias de agosto. O abismo se alargou e as bolsas de valores despencaram. Como sempre ocorre quando políticos precisam de socorro, o Banco Central Europeu interveio e começou a comprar títulos espanhóis e italianos pela primeira vez, sinalizando aos mercados seu resoluto apoio ao projeto político do euro.

O socorro empreendido pelo BCE teve duas consequências. A primeira: o economista-chefe do BCE, o alemão Jürgen Stark, que havia protestado contra as compras de títulos, mas que estava em minoria, declarou que abandonaria o navio soçobrante do BCE. A segunda: em troca do apoio do BCE, a Espanha introduziu em sua constituição, no início de setembro, um limite para sua dívida. No entanto, o limite da dívida entrará em efeito apenas em 2020. A promessa para uma data em que o euro pode nem mais existir foi apenas mais uma tentativa de acalmar os mercados e, ainda mais importante, os pagadores de impostos do centro da Europa. Merkel poderia assim propagandear a imposição de um limite à dívida espanhola como sendo mais uma de suas "vitórias", sempre com o intuito de manter a ilusão de que não haveria perdas importantes para os pagadores de impostos alemães.

Enquanto isso, aumentou a pressão sobre Berlusconi para que ele implementasse as reformas necessárias. Pressões internas e externas culminaram em sua renúncia no dia 9 de novembro de 2011. Ele foi substituído pelo "tecnocrata" Mario Monti, que foi saudado com grandes esperanças pelo mercado financeiro. Com efeito, ele aplicou algumas reformas que reduziram o déficit orçamentário italiano de 4,6% em 2010 para 3,9% em 2011. Porém, a dívida total ainda está em 120% do PIB e crescendo.

Já as eleições espanholas do dia 20 de novembro culminaram em uma esmagadora derrota do partido socialista PSOE. Os Conservadores, sob a liderança de Mariano Rajoy, ganharam a maioria absoluta do parlamento. Em um curto espaço de tempo, dois governos que haviam sido socorridos pelo BCE foram substituídos.

Mas as reformas propostas pelo novo governo espanhol não foram realmente convincentes. Embora a reforma do mercado de trabalho representasse um passo rumo à direção correta, ela poderia ter sido muito mais ambiciosa. Rajoy também anunciou alguns cortes de gastos e uma recapitalização e reestruturação do sistema bancário financiada com dinheiro de impostos. Mas ele também cometeu o erro de aumentar impostos, algo que foi vendido como sendo uma medida de "austeridade", assim como ocorreu em outros países periféricos. "Austeridade" é claramente um termo impróprio.

Elevar impostos significa que o governo está tentando sugar mais recursos para o setor público. Significa que o setor público está ganhando peso e retirando espaço do setor privado. Austeridade para o setor público significa crescimento para o setor privado e vice-versa. Aumentos de impostos não significam austeridade para o governo.

A Espanha chegou ao desemprego recorde de 4,7 milhões de pessoas em fevereiro de 2012. O déficit orçamentário de 2011, cuja meta era de 6%, terminou em 8,4%. Mais uma vez ficou comprovado que os governos fazem o que querem e não se esforçam em reduzir seus déficits, uma vez que sabem que serão financiados pelo BCE ou socorridos por Bruxelas. Para 2012, o governo espanhol estima um déficit de 5,8%, simplesmente ignorando a meta de 4,4% que havia sido negociada com a troika [Comissão Europeia, BCE e FMI] em 2011.

O blefe de Papandreou

Não foram apenas os governos italianos e espanhóis que foram substituídos em 2011. Ao final de outubro, elevaram-se as pressões para que a Grécia cumprisse seus prometidos cortes de gastos e privatizações, ao mesmo tempo em que um segundo pacote de socorro ao país estava sendo preparado. Em resposta a estas pressões, o primeiro-ministro Papandreou anunciou, no dia 31 de outubro, que faria um referendo sobre as medidas de austeridade. Com muita certeza, a população grega não teria aceitado as reformas que a troika do FMI, do BCE e da Comissão Europeia estava exigindo em troca da concessão de mais dinheiro de socorro. Sem este dinheiro, o governo grego não teria como pagar seus empréstimos. Portanto, Papandreou estava implicitamente ameaçando dar um calote, o que implicaria severas perdas para todo o sistema bancário europeu.

Seu ato foi um blefe, uma vez que o calote não era do interesse da classe dominante grega. Sem o dinheiro do socorro, o governo grego teria realmente de reduzir seus gastos. Devido ao tamanho do setor público grego, abdicar do dinheiro do socorro também não era do interesse (ao menos no curto prazo) de uma importante parcela da população grega, a qual recebia uma fatia substancial de sua renda direta ou indiretamente do governo grego.

O blefe, portanto, não se sustentou e, alguns dias depois, Papandreou cancelou o referendo e renunciou ao cargo. Seu governo foi sucedido por um governo de transição liderado por Lucas Papademos, ex-vice-presidente do BCE, conselheiro de Papandreou e membro da Comissão Trilateral.

Mas Papandreou havia alcançado seu objetivo, que era o de assustar as elites políticas e financeiras da Europa. A pressão sobre o governo grego para que este limitasse sua gastança foi reduzida temporariamente. Em novembro de 2011, um calote grego poderia ter produzido pânico nos mercados financeiros. Os juros sobre os títulos soberanos dos outros países teriam aumentado acentuadamente, uma vez que a opção pelo calote se tornaria uma probabilidade mais factível. Os bancos europeus ainda necessitavam de tempo para reduzir sua exposição à dívida grega. Enquanto os bancos continuavam despejando seus títulos gregos sobre o BCE, uma ajuda adicional veio com a indicação do novo presidente do BCE, o italiano Mario Draghi.

Super Mario e sua impressora de dinheiro

Draghi, um ex-banqueiro do Goldman Sachs, foi nomeado presidente do BCE no dia 1º de novembro. Sua ascensão foi acompanhada de outra alteração no BCE: o economista-chefe da instituição, o alemão Jürgen Stark, renunciou ao cargo por razões similares às de Axel Weber. Stark havia protestado especialmente contra o processo de compra de títulos governamentais, mas se descobriu em posição minoritária. Draghi nomeou o belga Peter Praet como o sucessor de Stark. Praet era conhecido como um moderado em termos monetários — o que, no jargão da política monetária, significa ser um defensor de políticas inflacionistas. Suspeitosamente, Praet é oriundo de um país cuja dívida pública em relação ao PIB está na casa dos 100%. Depois da Itália, país do presidente do BCE, o país mais debilitado da fila em termos de dívida/PIB é a Bélgica (a Grécia ocupando o primeiro lugar, obviamente). Era duvidoso que Praet oferece resistência às compras adicionais de títulos empreendidas pelo BCE da mesma forma que Stark havia oferecido. O BCE estava agora, e finalmente, totalmente desconectado do legado herdado do Bundesbank.

A primeira medida de Draghi como presidente do BCE mostrou o quão distante estava o BCE da filosofia do Bundesbank. Embora a taxa básica de juros estipulada pelo BCE já estivesse em níveis artificialmente baixos, em 1,5%, e a inflação de preços oficial já estivesse em 3% — acima do autodeterminado limite superior da "estabilidade", que é de 2% —, o primeiro ato oficial de Draghi, no dia 3 de novembro de 2011, não foi o de aumentar os juros para níveis mais normais. Ao contrário, Draghi saudou a indústria financeira e os governos com dois cortes seguidos na taxa de juros, o primeiro para 1,25% e o segundo para 1% no dia 8 de dezembro de 2011. Mais uma vez, comprovou-se que o BCE não era independente do cenário político e preocupado apenas com a estabilidade dos preços, mas sim que ele queria salvar o projeto político do euro. Quando um governo não reduzisse seus gastos suficientemente e encontrasse dificuldades de financiamento, o BCE iria socorrê-lo. O BCE, portanto, já estava dependente das políticas governamentais.

No dia 18 de janeiro de 2012, o BCE também reduziu o compulsório de 2% para 1%. Tal medida liberou entre €80 e €100 bilhões de reservas bancárias — um ótimo estímulo para bancos até então com dificuldades financeiras. No entanto, a medida mais importante de Draghi ocorreu no dia 16 de dezembro, quando o BCE leiloou quase €490 bilhões por meio da Operação de Refinanciamento de Longo Prazo (ORLP). Por meio da ORLP, os bancos poderiam recorrer ao BCE para pegar reservas adicionais emprestadas, por um período de três anos. Eles poderiam utilizar este dinheiro para melhorar artificialmente sua posição de liquidez, e com isso evitar que seus financiamentos privados não fossem renovados no futuro. Encorajados por seus governos e pela necessidade de impulsionar o valor de um de seus principais ativos, eles também compraram títulos governamentais. Os bancos podiam conseguir empréstimos junto ao BCE por três anos a juros de 1% e investir em títulos governamentais italianos ou espanhóis de três anos que rendiam 4%. Uma ótima margem de lucro de 3% ajudaria a recapitalizar os bancos, ao passo que o BCE e outros países fiscalmente mais robustos se encarregariam de manter a zona do euro intacta.

Esta inédita injeção de liquidez fez com que os juros caíssem e as bolsas de valores subissem. O sistema financeiro se estabilizou o suficiente para impedir um rebaixamento da classificação AAA da França pela Moody's em janeiro de 2012.

A primeira injeção de liquidez da ORLP foi seguida por uma segunda injeção no dia 29 de fevereiro, de €530 bilhões. A segunda ORLP é especialmente relevante, dado que o BCE diluiu suas regras de colateral em fevereiro.[165] Os bancos centrais nacionais podem agora determinar eles próprios quais colaterais irão aceitar em troca de empréstimos o sistema bancário de seu país. Embora o Bundesbank se opusesse à mudança[166], os bancos centrais da França, da Áustria, da Itália, de Portugal, da Irlanda e do Chipre anunciaram que estavam mudando suas regras de colateral. Em outras palavras: os bancos centrais nacionais podem agora produzir dinheiro para socorrer seus bancos aceitando em troca qualquer tipo de colateral, desde empréstimos corporativos até mesmo a hipotecas. E não há nenhum limite para tal prática. Ainda que, oficialmente, o risco destas operações seja responsabilidade dos bancos centrais nacionais, tal risco recai, em última instância, sobre o BCE e sobre todos os usuários do euro.

Quando os padrões de colateral do, por exemplo, Banco Central da Itália são reduzidos, de modo que até mesmo empréstimos corporativos passam a poder ser utilizados como colateral, isso significa que tais empréstimos podem ser monetizados. Uma empresa italiana obtém um empréstimo junto a um banco italiano para importar carros alemães. O banco italiano pode utilizar este empréstimo como colateral para obter novas reservas junto ao Banco Central da Itália. Consequentemente, a oferta monetária aumenta, assim como os preços. Ocorreu uma redistribuição de renda, dado que a compra do carro foi financiada pela mera produção de dinheiro. A renda nominal dos italianos aumentou e a oferta de bens na Alemanha diminuiu. Desta forma, o risco é socializado por todo o eurossistema, uma vez que o colateral em posse do Banco Central da Itália será adquirido posteriormente pelo BCE. Não surpreendentemente, o dinheiro da segunda ORLP fluiu principalmente para os países periféricos, nos quais os bancos monetizaram seus ativos ruins. O BCE está se tornando o supremo hedge fund, com um grau de alavancagem de 36 (o que significa que seu capital é de apenas 2,7% de seus ativos de risco).

Tratados fiscais e promessas vazias

Como a história já mostrou, o Pacto de Estabilidade e Crescimento não valia o papel no qual foi escrito. Os governos eram seus próprios juízes e sempre declararam a própria inocência. Não obstante as seguidas infrações aos termos do pacto, nenhum país jamais pagou nenhuma penalidade. No dia 9 de dezembro de 2011, uma reunião de cúpula da União Europeia abordou este problema e saiu em defesa de um tratado fiscal, o Compacto Fiscal Europeu, o qual incluía severas sanções contra países deficitários e a imposição de limites para a dívida nas constituições nacionais. Não obstante suas grandes aspirações, a reunião de cúpula representou uma derrota para os defensores de um euro forte.

Neste encontro, Merkel abriu mão de várias de suas exigências de longo prazo. Primeiro, sanções automáticas para governos que ultrapassassem um déficit de 3% do seu PIB não estão incluídas no Compacto. Isto significa que os transgressores ainda

---

[165] Ver Chandler, Marc. 2012. “Reflections on New Collateral Rules”. forexpros.com

[166] Ver Ntv. 2012. “Weidmann gegen Draghi” www.ntv.de

continuarão a ser seus próprios juízes, e muito provavelmente nenhuma penalidade jamais será imposta. Da mesma maneira, os limites para o endividamento só entrarão em vigor em um futuro muito distante. Mesmo se o euro ainda existir nesta data, e não obstante todos os truques estatísticos que serão tentados para comprovar que houve uma redução da dívida pública, o mais provável é que os políticos irão encontrar novas desculpas para contornar tal imposição, da mesma maneira que fizeram com o Pacto de Estabilidade e Crescimento. Não há razão para imaginar que daqui em diante tudo seria diferente.

No que mais, a exigência alemã de uma participação automática de credores privados em futuros pacotes de socorro foi abandonada. Os bancos continuarão sendo socorridos pelos pagadores de impostos. Nada surpreendentemente, os juros dos títulos dos países periféricos diminuíram logo após o encontro.

O Compacto Fiscal Europeu foi assinado no dia 2 de março por todos os países da UE, exceto Reino Unido e República Tcheca. Sua intenção era acalmar o mercado e ganhar confiança. Particularmente os eleitores dos países mais fiscalmente sólidos, como a Alemanha, deveriam ser ludibriados e acalmados por uma falsa sensação de segurança. A ideia era preservar a ilusão de que os alemães e os cidadãos dos outros países, como a Holanda, não sofreriam severas perdas em decorrência dos pacotes de socorro, e que o euro seria uma moeda estável. O tempo venceu. O Compacto Fiscal Europeu foi um golpe de marketing. No futuro, os políticos muito provavelmente irão apenas ignorar os limites para o endividamento tão logo novas “emergências” surjam.

Grécia

As negociações para um segundo pacote de socorro para Grécia vinham ocorrendo havia já algum tempo. No início de fevereiro de 2012, com violentos protestos nas ruas de Atenas, o governo grego ameaçou o calote.

Com o intuito de conseguir o dinheiro do socorro, o governo grego anunciou um novo programa de reforma que envolvia medidas já prometidas antes, mas que nunca foram implantadas. Com efeito, não há absolutamente nenhum incentivo para o governo aderir aos seus prometidos cortes de gastos e reformas, dado que ele sempre consegue o dinheiro de que necessita.

Nos últimos anos, o governo grego simplesmente manteve seu padrão de gastança. Os gastos governamentais de 2011 foram de €67 bilhões, apenas ligeiramente menores que o nível de 2010, de €73 bilhões. Com as receitas públicas em €47 bilhões, o déficit de 2011 ainda estava em 9,6%. Praticamente um terço de todos os gastos terá de ser cortado caso se queira evitar um aumento da dívida pública.

No dia 20 de fevereiro, um acordo para um segundo pacote de socorro foi alcançado. Tal acordo envolvia jogar mais €130 bilhões no buraco grego. Nas semanas seguintes, um envolvimento do setor privado foi “negociado”. Credores privados aceitaram “voluntariamente” uma redução de 53% no valor nominal de seus títulos; uma redução real de 75%, incluindo reduções nas taxas de juros e nas maturações de prazo mais longo. Apesar deste envolvimento do setor privado, a dívida pública grega em relação ao seu PIB irá cair para 161% após o socorro somente por causa dos empréstimos adicionais para a Grécia. Não obstante, a reestruturação da dívida privada significa uma

redução de €100 bilhões na dívida, o que equivale a €10.000 para cada cidadão grego.[167] Tal redução da dívida representa uma recompensa para os excessivos gastos públicos. Tal medida serve apenas para fomentar o risco moral. Afinal, por que reduzir os gastos públicos e se tornar eleitoralmente impopular quando suas dívidas podem simplesmente ser reduzidas após algum tempo?

De acordo com a OpenEurope, 57% do dinheiro do socorro vai para o governo grego.[168] O resto termina no bolso dos credores, ou seja, da indústria financeira. Passo a passo, a dívida grega vai sendo socializada. Já em 2015, 85% da dívida grega estará em mãos de instituições financiadas por impostos (BCE, FMI e UE).

O dia do acerto de contas para a dívida grega foi apenas postergado. O pacote de socorro está apenas mascarando uma situação insustentável com o intuito de manter a ilusão de que os pagadores de impostos dos outros países não sofrerão perdas. No entanto, suas garantias dadas aos empréstimos irão, no final, se transformar em empréstimos perdidos.

Quem mais saiu perdendo em todo este arranjo foi Ângela Merkel, ou, mais corretamente, os pagadores de impostos alemães. Os riscos totais jogados em cima dos cidadãos alemães subiram, já em fevereiro de 2012, para €2 trilhões.[169] Dado que Merkel sabe muito bem como celebrar medidas como o Compacto Europeu Fiscal ou a supostamente implacável pressão sobre a Grécia, ele consegue readquirir apoio eleitoral. Já os reais vencedores de 2012 até agora são Monti, Draghi e Sarkozy. Com o aumento da pressão sobre Merkel para elevar o tamanho do Mecanismo Europeu de Estabilização Financeira (MEEF), a zona do euro, já plenamente transformada em zona de transferência de renda, segue incólume, protegida em seus flancos pelo novo e permanente MEEF e pelo abrangente esquema de monetização das dívidas ruins implementado pelo BCE.

Por ora, a ilusão criada para ludibriar os usuários do euro e os pagadores de impostos vem sendo mantida: ninguém parece sofrer perdas. No entanto, investimentos insustentáveis, consumismo excessivo, gastos públicos e dívidas ruins foram e estão sendo financiadas pela simples criação de dinheiro. Riqueza tem sido destruída. Cedo ou tarde, a desilusão irá se impor, de um jeito ou de outro. Para a maioria dos europeus, ela virá como uma surpresa, pois irão descobrir que esta inflação terá feito toda a sua poupança se evaporar.

---

[167] Ver Sefan Homburg. 2012. “Die bisherigen Kosten der Euro-Rettung eine Zwischenbilanz.” In Hauptstadtbrief no. 106, pp. 4-7.

[168] OpenEurope 2012. “The second bailout: bad for Greece, bad for Eurozone taxpayers.” Briefing note. March 1st.

[169] Ver Sefan Homburg. 2012. “Die bisherigen Kosten der Euro-Rettung eine Zwischenbilanz.” In Hauptstadtbrief no. 106, pp. 4-7.

13. O futuro do euro

Teria a Europa já chegado ao fatídico ponto sem retorno? Pode a crise da dívida soberana ser contida e o sistema financeiro, estabilizado? Pode o euro ser salvo? Para responder a estas perguntas, temos de analisar a crise da dívida soberana, cujo advento foi amplamente o resultado de intervenções governamentais em resposta à crise financeira.

Como explica a teoria austríaca dos ciclos econômicos, a expansão do crédito por meio do sistema bancário de reservas fracionárias provocou um crescimento econômico insustentável. A taxas de juros artificialmente baixas, novos projetos de investimentos foram empreendidos sem que tivesse havido um correspondente aumento na poupança. Esses investimentos foram pagos simplesmente pela criação artificial de crédito. Muitos desses empreendimentos constituíam investimentos errôneos que teriam de ser liquidados, cedo ou tarde. No atual ciclo, esses investimentos errôneos ocorreram principalmente nos ultradimensionados setores automotivo, imobiliário e financeiro.

A liquidação desses maus investimentos é benéfica no sentido de que ela promove um expurgo dos projetos ineficientes e realinha a estrutura da produção de modo que esta agora passe a atender às reais preferências dos consumidores. Os fatores de produção que foram inadequadamente utilizados nesses maus investimentos são liberados e transferidos para aqueles projetos que os consumidores querem que sejam mais urgentemente realizados.

Em conjunto com esta insustentável expansão econômica gerada pela criação artificial de crédito, o endividamento de toda a sociedade aumenta. A expansão do crédito e as taxas de juros artificialmente baixas que tal expansão gera permitem um nível de endividamento que não seria possível em um sistema bancário que não fosse de reservas fracionárias, isto é, um sistema bancário com reservas de 100% e lastreado por alguma commodity. Esta manipulação do crédito faz com que as dívidas possam aumentar para um nível muito além daquele que a quantidade de recursos reais existentes na economia normalmente permitira, pois as taxas de juros sobre as dívidas se tornam baixas e novas dívidas podem ser criadas do nada para substituir dívidas antigas. O sistema bancário de reservas fracionárias promove um endividamento ostensivo tanto dos cidadãos quanto dos governos.

Embora um crescimento econômico artificial e um endividamento geral tivessem ocorrido em escala mundial, o boom europeu apresentou ingredientes próprios. Em decorrência da introdução do euro, as taxas de juros nos países mais fortemente inflacionistas caíram, ainda que a poupança de seus cidadãos não houvesse aumentado. O resultado foi um boom econômico nos países do sul da Europa e na Irlanda.

O apoio implícito fornecido pelo governo alemão aos membros da união monetária reduziu artificialmente as taxas de juros (seu componente de risco) tanto para os devedores públicos quanto para os privados. Países tradicionalmente inflacionistas repentinamente tiveram uma redução no fardo gerado pelo serviço de sua dívida e, por conseguinte, vivenciaram um forte aumento nos gastos públicos e privados. Ao mesmo tempo, as taxas de câmbio fixadas em níveis relativamente altos em toda a zona do euro — o que significa que as moedas dos países inflacionistas se tornaram sobrevalorizadas

— beneficiaram estes países inflacionistas, fazendo com que os preços das importações caíssem dramaticamente nos países periféricos. Italianos, espanhóis e gregos — pessoas acostumadas a moedas mais fracas que as de seus vizinhos do norte da Europa — vivenciaram uma poderosa valorização de suas moedas quando houve a convergência monetária no final da década de 1990 e início da década de 2000. Como a adoção do euro significou um valor comum para todas as moedas, e como a economia alemã — com seu poderoso marco alemão — era a que predominava sobre toda a Europa, o resultado foi que esses países periféricos passaram a ter uma unidade monetária com maior poder de compra do que suas moedas locais até então vigentes.

Bens de consumo duráveis, como carros e imóveis, passaram a ser adquiridos em maior volume, levando a um acentuado crescimento do setor imobiliário, o mais espetacular deles ocorrendo na Espanha. Os países do sul Europa foram perdendo competitividade à medida que os salários foram aumentando em toda a zona do euro. O consumismo excessivo e a perda de competitividade foram sustentados durante vários anos pelo crescente endividamento público e privado, bem como pelas contínuas injeções de dinheiro criado pelo sistema bancário.

Este boom europeu afetou os países de maneiras distintas. Os investimentos errôneos e insustentáveis e o consumismo excessivo foram mais altos nos países de inflação de preços tradicionalmente alta, e menores nos países do norte, como a Alemanha, onde as taxas de poupança permaneceram altas.

O esquema entrou em colapso quando o crescimento econômico mundial chegou ao seu inevitável fim. A liquidação dos investimentos errôneos e insustentáveis — preços dos imóveis em queda e empréstimos insolventes — gerou problemas para o sistema bancário. Calotes e prejuízos nos investimentos passaram a ameaçar a solvência dos bancos, inclusive bancos europeus. Esses problemas de solvência desencadearam uma crise de liquidez na qual os bancos com problemas de maturação de suas dívidas passaram a ter dificuldades para rolar suas dívidas de curto prazo.

Na época, havia alternativas disponíveis para lidar com o problema da solvência e recapitalizar o sistema bancário. [170] Investidores privados poderiam ter injetado capital naqueles bancos que eles considerassem viáveis no longo prazo. Adicionalmente, credores poderiam ter se transformado em acionistas, desta forma reduzindo o endividamento dos bancos e reforçando seu capital. Instituições financeiras inviáveis — para as quais não houvesse um número suficiente de capital privado ou de credores transformados em acionistas — teriam sido liquidadas.

Entretanto, essas soluções de livre mercado para os problemas das solvências bancárias foram deixadas de lado e, em seu lugar, outra opção foi escolhida. Governos de todo o mundo saíram injetando dinheiro nos bancos ao mesmo tempo em que garantiam os passivos do sistema bancário. Já que impostos são bastante impopulares, essas injeções governamentais foram financiadas pelo aumento da dívida pública, algo menos impopular e cujas consequências aparecem apenas mais tarde. Em outras palavras, os investimentos errôneos induzidos pelo inflacionário sistema bancário encontraram nos

---

[170] Ver Philipp Bagus, "The Fed's Dilemma," *Mises.org daily* (October 8, 2009), http://mises.org.

governos um patrocinador supremo, cujo método de financiamento consistia em inchar as dívidas públicas.

Há outras razões para que as dívidas públicas tenham aumentado dramaticamente. Os governos incorreram em medidas adicionais para lutar contra o saudável processo de depuração que o livre mercado faria contra os investimentos errôneos — medidas essas que serviram apenas para postergar a recuperação. Além do setor financeiro, outros setores ultradimensionados receberam injeções diretas de capital ou se beneficiaram com subsídios do governo.

Dois principais exemplos de recebedores de subsídios foram o setor automotivo em vários países europeus e o setor da construção civil na Espanha. Tais subsídios postergaram ainda mais a reestruturação dessas economias. A livre mobilidade dos fatores de produção foi obstruída por programas de obras públicas que serviram apenas para absorver recursos escassos que eram necessitados mias urgentemente em outras indústrias. Subsídios mais generosos para os desempregados aumentaram o déficit ao mesmo tempo em que reduziram os incentivos para que essas pessoas procurassem emprego fora dessas indústrias sobredimensionadas. Outro fator que ajudou a aumentar os déficits foi a queda nas receitas tributárias causada pelo aumento do desemprego e pela queda dos lucros.

As intervenções governamentais não apenas postergaram a recuperação econômica, como também fizeram isso à custa do aumento dos déficits públicos — aumentos esses que estão avolumando os já enormes níveis da dívida pública. Essa grande dívida pública pré-existente é o produto do insustentável assistencialismo estatal. Como esses sistemas de pensão criam passivos para os quais simplesmente não há fundos — obstáculos insuperáveis para os modernos estados de bem-estar social —, de certa forma a atual crise, com seu dramático aumento nas dívidas governamentais, representa um passo adiante rumo ao inevitável colapso do estado de bem-estar social.

Como já vimos, na Europa, há uma peculiaridade adicional para o problema da dívida. Quando o euro foi criado, as nações-membro fizeram um acordo implícito de que nenhuma delas deixaria o euro após se juntar a ele. Se as coisas ficassem ruins, uma nação poderia ser socorrida pelo resto da União Monetária Europeia. Com esta implícita garantia de socorro, um severo problema de dívida soberana acabou sendo pré-programado.

Esse suposto apoio dado por nações fiscalmente mais robustas reduziu artificialmente as taxas de juros sobre os títulos das dívidas das nações fiscalmente irresponsáveis. Acesso ao crédito barato permitiu que países como a Grécia mantivessem um setor público agigantado e ignorassem os problemas estruturais gerados por salários artificialmente altos (pouco competitivos). Em última instância, quaisquer déficits poderiam ser financiados pela criação de dinheiro pelo Banco Central Europeu, externalizando os custos sobre os outros membros da UME.

Do ponto de vista de um político, os incentivos em tal sistema são explosivos: se eu, como um político em campanha, prometesse bondades para meus eleitores a fim de ganhar a eleição, poderia externalizar os custos dessas promessas, jogando-os todos sobre os outros países membros da UME por meio da inflação monetária — e os pagadores de impostos futuros é que terão de arcar com a dívida. Mesmo que o governo

venha a precisar de um socorro (o pior cenário possível), isso acontecerá somente em um distante futuro pós-eleitoral.

Ademais, quando a crise estourar, eu poderei convencer os eleitores de que ela não foi causada por mim; ela se abateu sobre o país como um desastre natural — ou, ainda melhor, que ela foi causada por especuladores malvados. Embora medidas de austeridade impostas pela UME ou pelo FMI possam surgir no futuro, a próxima eleição está bem mais próxima. É fácil perceber como a típica miopia dos políticos de uma democracia combina-se com a capacidade de externalizar sobre outras nações os custos dos déficits, produzindo uma explosiva inflação causada pelo endividamento.

Devido a esses incentivos, alguns países europeus já estavam bastante adiantados em seu processo de insolvência quando estourou a crise financeira e os déficits explodiram. Os mercados se tornaram descrentes de várias promessas governamentais. O episódio grego é um exemplo óbvio desta desconfiança do mercado. Como os políticos querem salvar o euro a qualquer custo, as garantias de socorro se tornaram explícitas. A Grécia recebe empréstimos da UME e do FMI, totalizando um valor estimado de €110 bilhões de 2010 a 2012, além de ter recebido um segundo pacote de socorro de €130 bilhões em fevereiro de 2012. Além disso, mesmo com os títulos do governo grego sendo classificados como lixo, o BCE continua os aceitando, passando inclusive a comprá-los diretamente do governo grego.[171] [172]

O contágio da Grécia se espalhou para outros países — como Portugal, Espanha e Itália — que também possuíam déficits e dívidas altos. Alguns destes sofrem com alto desemprego e mercado de trabalho inflexível. O contágio destes países pode desencadear sua insolvência — e o fim do euro. A UME reagiu a essa possibilidade e entrou "com tudo", prometendo, em conjunto com o FMI, um pacote adicional de €750 bilhões para os países-membro em apuros. A Irlanda foi forçada a recorrer ao fundo de resgate em novembro de 2010, e Portugal fez o mesmo em abril de 2011.

Os governos podem conter a crise?

O governo grego tentou várias medidas para acabar com seu problema da dívida. Ele anunciou um congelamento nos salários do setor público, uma redução no número de servidores públicos, e um aumento nos tributos sobre gasolina, tabaco, álcool e grandes imóveis.

---

[171] Ver Robert Lindsay, "ECB in U-turn on Junk Bonds to Save Greek Banking System," *Times Online* (May 4, 2010), http://business.timesonline.co.uk. No dia 14 de janeiro de 2011, a Fitch foi a última das três grandes agências de classificação de risco a rebaixar a dívida do governo grego ao status de lixo.

[172] O envolvimento do setor privado no segundo socorro à Grécia induziu a S&P a classificar a Grécia como "moratória seletiva" no dia 27 de fevereiro de 2012. Consequentemente, o BCE suspendeu os títulos gregos da condição de qualificados para colateral. Porém, isto foi um ato meramente simbólico, dado que o BCE permitiu que o Banco Nacional da Grécia aceitasse títulos gregos em seu programa ALE (Assistência de Liquidez de Emergência) — ou seja, o banco central grego ainda poderia utilizar títulos classificados como estando em moratória seletiva como colateral para produzir novos euros, os quais possuem curso forçado em toda a zona do euro.

Mas seriam estas medidas suficientes? Há essencialmente cinco maneiras de os países excessivamente endividados da UME atenuarem os problemas de suas dívidas.

1) Reduzir o gasto público. O governo grego vem reduzindo seus gastos, mas ainda segue incorrendo em altos déficits. A redução no gasto pode simplesmente não ser o bastante. Ademais, não está claro se o governo pode manter estes pequenos cortes no orçamento. A Grécia é famosa por seus protestos violentos contra reformas políticas relativamente pequenas. Como a maioria da população parece ser contra cortes nos gastos, o governo pode não conseguir reduzir o orçamento de maneira suficiente e duradoura.

2) Aumentar sua competitividade para estimular o aumento das receitas tributárias. O governo grego, no entanto, ainda não teve a coragem de seguir este caminho. Seu enorme setor público não foi substancialmente reduzido, e os salários permanecem pouco competitivos em decorrência de sindicatos poderosos e ainda muito privilegiados. Esta falta de competitividade é um permanente obstáculo sobre as finanças públicas. Um padrão de vida artificialmente elevado é mantido em decorrência de déficits governamentais. Aqueles trabalhadores que são pouco competitivos aos níveis salariais vigentes vão procurar emprego no setor público, ou se aposentam precocemente, ou se contentam em receber seguro-desemprego.

A alternativa seria parar de subsidiar o desemprego, seja ele na forma disfarçada de aposentadoria precoce, na forma de empregos públicos improdutivos, ou abertamente, com seguros-desemprego. Isso reduziria os salários na economia privada. A abolição dos privilégios sindicais reduziria ainda mais os preços. Desta forma, a competitividade das empresas gregas aumentaria e os déficits do governo seriam reduzidos. Os países europeus latinos passam por situações similares.

3) Tentar aumentar suas receitas aumentando impostos. A Grécia e outros países periféricos já fizeram isto. Mas o aumento nos impostos está gerando novos problemas para os gregos. Riqueza está sendo retirada do setor produtivo e redirecionada para o improdutivo setor público. Os incentivos para produzir, poupar e investir foram adicionalmente reduzidos. O crescimento econômico está obstruído.

4) Crescimento induzido pela desregulamentação. Esta pode ser a alteração mais fácil de ser alcançada politicamente, e também a mais promissora. Sua desvantagem é que ela demora um tempo que alguns países podem não ter.

Com um crescimento econômico mais vigoroso, as receitas de impostos tendem a aumentar, o que pode automaticamente reduzir os déficits. Crescimento e inovação são gerados pela liberalização completa de economias problemáticas. Com regulamentações e privilégios abolidos, e empresas e propriedades públicas privatizadas, novas áreas são abertas para empreendedores competitivos. O setor privado passa a ter mais espaço para respirar.

Os pacotes promulgados pelo governo grego consistem deste tipo de desregulamentação. A Grécia privatizou empresas e eliminou privilégios — como a obrigatoriedade de licenças para motoristas de caminhões (os quais, não surpreendentemente, se revoltaram contra este ataque ao seu cartel, entraram em greve e paralisaram o país por alguns dias). Mas a Grécia, ao mesmo tempo, implantou

medidas que dificultam a respiração do setor privado. Aumentos de impostos, especialmente os aumentos nos impostos sobre vendas, são bons exemplos. As medidas, conjuntamente, parecem ser insuficientes para produzir o crescimento econômico necessário para a redução da dívida pública.

5) Ajuda externa. Mas pode um socorro externo conseguir aquilo que insuficientes medidas de liberalização não conseguiram? Podem os pacotes de socorro de €110 bilhões e €130 bilhões ao governo grego, em conjunto com as compras de títulos do BCE e os €750 bilhões adicionais que foram prometidos, impedir essa crise da dívida soberana? Ou o ponto sem retorno já foi cruzado? Há vários motivos que explicam por que apenas jogar dinheiro sobre um problema causado por dinheiro abundante e barato pode ser algo incapaz de impedir a propagação dessa crise de dívida soberana.

a. Os €240 bilhões dados à Grécia podem, por si sós, não ser suficientes. O que vai acontecer se a Grécia não tiver conseguido reduzir seus déficits suficientemente ao final do prazo do empréstimo? A Grécia não parece estar no rumo de se tornar autossuficiente. Ela está, paradoxalmente, fazendo pouco e muito para atingir esse intento. Ela está fazendo muito no que tange aos impostos, aumentando a carga tributária e, com isso, prejudicando o setor privado. Ao mesmo tempo, a Grécia está fazendo pouco no que tange aos gastos, não reduzindo suficientemente as despesas do governo, além de também não estar desregulamentando sua economia e estar privatizando muito pouco. Ademais, as greves estão paralisando a economia e as demonstrações violentas estão colocando em risco as medidas de austeridade. A situação na Irlanda e em Portugal não está melhor. Espanha e Itália, ambas socorridas pelo BCE, também estão em situação periclitante.

b. Ao se gastar dinheiro para socorrer os governos grego, português e irlandês, menos fundos ficam disponíveis para socorrer outros países. Aumenta-se o risco de não haver dinheiro suficiente para socorrer o governo de outras nações (tais como Portugal e Espanha) caso uma ajuda se faça necessária. Consequentemente, as taxas de juros cobradas sobre os títulos desses países — que agora se revelaram ainda mais arriscados — subiram. Embora o pacote adicional de €750 bilhões tenha sido criado em resposta a esse risco, a iminente ameaça de contágio foi interrompida a um custo: um maior endividamento dos membros mais fortes da UME, o que significa que o problema da dívida soberana foi agravado ainda mais.

c. No final, sempre haverá alguém que terá de pagar por esse empréstimo a juros entre 2 e 3,5% (antes, eram 5%) feito pela UME à Grécia. (Com efeito, os EUA [*e o Brasil*] estão pagando uma parte dessa soma indiretamente, por meio de sua participação no FMI).[173] À medida que as dívidas dos outros membros da UME aumentam, eles terão de pagar juros maiores sobre seus títulos. Quando o socorro foi anunciado, Portugal já estava pagando mais por sua dívida, e teria prejuízo caso emprestasse dinheiro a 5% para a Grécia. Dado que tanto a dívida total quanto os juros cobrados do governo português estão subindo, é provável que brevemente o país não mais consiga refinanciar sua dívida. Quando o governo português foi finalmente socorrido pelo resto da UME, as dívidas e os juros cobrados dos outros

---

[173] Ver Bob Davis, “Who’s on the Hook for the Greek Bailout?” *The Wallstreet Online* (May 5, 2010), http://online.wdj.com.

países subiram ainda mais. Isso poderá derrubar o próximo país mais fraco da lista, o qual por sua vez também necessitaria de um socorro, e assim por diante, em um efeito dominó.

d. O socorro à Grécia, à Irlanda e a Portugal (e a promessa de apoio a outros países-membros problemáticos) reduziu os incentivos para se controlar os déficits. Afinal, por que reduzir seus déficits se você irá receber até mesmo uma segunda rodada de socorros, como ocorreu com a Grécia? O resto dos países da UME pode muito bem pensar que eles, assim como a Grécia, também têm direito ao auxílio da UME. Por exemplo, dado que as taxas de juros podem se estabilizar após o socorro, a pressão sobre o governo espanhol para que este reduza seu déficit e flexibilize suas leis trabalhistas será artificialmente removida — uma vez que estas medidas, embora necessárias, são extremamente impopulares entre os eleitores.

A Espanha é o próximo governo na fila após Portugal. Os problemas da Espanha são inúmeros e contêm as características de outros países periféricos. O principal problema da Espanha é o seu alto endividamento público e privado. Taxas de juros artificialmente baixas provocadas pelo BCE formaram uma bolha imobiliária. Os preços dos imóveis dispararam, os espanhóis se endividaram e passaram a viver muito além de suas reais condições financeiras. Quando a bolha estourou, os preços dos imóveis caíram e os espanhóis perderam seus empregos; várias pessoas não mais conseguiram pagar suas dívidas. Construtoras e famílias deram o calote em suas dívidas, gerando problemas para o sistema bancário.

O endividamento do governo praticamente dobrou, saindo de 36,1% em 2007 para estimados 70,2% em 2011. Já as dívidas privadas estão acima de 200% do PIB. Em 2007, em decorrência da atividade econômica gerada pelo auge da bolha imobiliária, o governo espanhol apresentou um superávit orçamento de 1,7%. Já em 2009, após a crise e o estouro da bolha, o governo mergulhou em um déficit de 11,2%, indo depois para 9,3% em 2010. A taxa de desemprego continua em torno dos 20%. Ao mesmo tempo, políticos não parecem muito dispostos a implantar reformas estruturais.

É provável que os bancos espanhóis ainda tenham uma substancial quantia de empréstimos insolventes concedidos a Portugal, o que os deixa totalmente expostos. Um aumento nas taxas básicas de juros anunciado pelo BCE para conter a inflação irá gerar problemas para as finanças públicas do país, podendo desencadear mais calotes privados e gerar mais problemas para o sistema bancário.

Os próximos países na fila são Itália e Bélgica, os quais são grandes demais para serem socorridos pelo atual fundo de resgate. Em 2010, a dívida pública da Itália subiu para 119% do PIB, com seu déficit chegando a 4,6%. A Bélgica, que não possui um governo formalmente estabelecido, está com sua dívida pública ao redor de 100% do PIB. O último prego no caixão da UME, no entanto, pode ser a França. Sua dívida em relação ao PIB aumentou para 81,7%, com um déficit que chega a 7%. Mesmo pequenas reformas estruturais como um aumento na idade de aposentadoria de 60 para 62 anos geraram enormes protestos e greves em outubro de 2010, o que gera dúvidas sobre a possibilidade política de se reduzir substancialmente o déficit da França. A possibilidade de François Hollande se tornar o próximo presidente da França torna o panorama ainda mais sombrio, dado que ele prometeu um aumento nos gastos públicos e um fim às medidas de austeridade.

Embora, na Europa como um todo, os déficits tenham sido ligeiramente reduzidos, o endividamento público segue crescendo; em alguns países, de maneira veloz e insustentável. A cada dia que passa que a dívida continua aumentando e as reformas estruturais não são feitas, vai se tornando mais provável que o continente já tenha passado daquele ponto além do qual não há mais retorno.

14. Conclusão

O arranjo institucional da União Monetária Europeia tem se revelado um desastre econômico. O euro é um projeto político; interesses políticos impulsionaram a moeda europeia rumo ao seu caminho mortificante e, como consequência, estes interesses estão travando uma desenfreada batalha entre si. E os argumentos econômicos lançados para disfarçar a verdadeira agenda por detrás do euro não lograram êxito em convencer a população geral de suas vantagens.

O euro foi bem sucedido tanto em servir como um veículo para centralizar a Europa quanto para alcançar o objetivo do governo francês de estabelecer um Império Europeu sob seu controle — restringindo a influência da Alemanha. A política monetária foi o meio político para a criação da união política. Os defensores de um projeto socialista para a Europa viram no euro o seu trunfo contra a defesa do modelo liberal clássico para a Europa que vinha expandindo seu poder e influência desde a queda do Muro de Berlim. A moeda única foi vista como uma etapa rumo à centralização e à integralização política. A lógica das intervenções impulsionou o sistema europeu rumo à unificação política sob um estado centralizado sediado em Bruxelas. Uma vez que os estados nacionais são abolidos, o mercado europeu se torna uma nova União Soviética.

Poderia um estado centralizado salvar as elites políticas de toda a Europa? Ao se fundirem monetariamente com governos financeiramente mais fortes, elas conseguiram manter seu poder e a confiança dos mercados. Como os governos financeiramente mais fortes se opuseram a mudanças abruptas, as recessões foram inevitáveis. Mas a alternativa era muito pior.

Países mediterrâneos, e em particular o governo francês, possuíam outro interesse com a introdução do euro. O Bundesbank, por tradição, sempre havia seguido uma política monetária mais rígida e austera do que a dos outros bancos centrais e, por isso, era sempre visto por estes outros bancos centrais como um constrangedor padrão de comparação. Além do mais, era o Bundesbank quem indiretamente determinava a política monetária da Europa. Se um banco central não seguisse as políticas restritivas do Bundesbank, sua moeda teria de ser desvalorizada para se realinhar ao marco alemão. Alguns políticos franceses consideravam a influência do Bundesbank como sendo um injustificável e inaceitável poder em mãos da militarmente derrotada Alemanha.

Políticos franceses queriam criar um banco central comum para controlar a influência alemã. Eles idealizaram um banco central que iria cooperar com seus objetivos políticos. A compra de títulos do governo grego por bancos francês sob a supervisão de um BCE comandado por Trichet foi o resultado — e um sinal da vitória desta estratégia.

O governo alemão cedeu por várias razões. A moeda única era vista por muitos como sendo o preço da reunificação alemã. A classe dominante alemã se beneficiou com a

estabilização do sistema financeiro e soberano. A harmonização dos padrões trabalhistas, ambientalistas, tecnológicos e sociais que veio junto com a integração europeia foi benéfica para as tecnologicamente avançadas empresas da Alemanha e seus trabalhadores socialmente bem assistidos e protegidos. Os exportadores alemães se beneficiaram com uma moeda que era mais fraca do que o marco alemão jamais seria.

Porém, os consumidores alemães saíram perdendo. Antes da introdução do euro, um marco alemão menos inflacionista, aumentos na produtividade e o grande volume de exportações haviam feito com que o marco alemão se apreciasse contra outras moedas após a Segunda Guerra Mundial. Importações e férias no estrangeiro se tornaram mais baratas, o que aumentou o padrão da vida da maioria dos alemães.

Frequentemente argumenta-se que uma moeda única não tem como funcionar entre países com instituições e culturas distintas. É verdade que as estruturas fiscais e industriais dos países da UME são bastante diferentes entre si. Cada país vivenciou distintas taxas de inflação de preço no passado. Produtividade, competitividade, padrões de vida e flexibilidade de mercado diferem enormemente umas das outras. Porém, não há por que tais diferenças devam impedir o funcionamento de uma moeda única. Com efeito, há estruturas muito distintas até mesmo dentro da cada país. Na Alemanha, por exemplo, a Bavária rural é muito diferente da costeira Bremen. Dentro de cada cidade, de cada família, os indivíduos são bastante heterogêneos no uso que fazem da mesma moeda.

Ademais, sob um padrão-ouro, todos os países do mundo usufruíam uma moeda única. Bens eram comercializados internacionalmente entre países ricos e pobres. O padrão-ouro não se desintegrou porque os países participantes possuíam diferentes estruturas; ele foi destruído por governos que queriam se livrar das amarras impostas pelas correntes de ouro e, assim, poderem aumentar livremente seus próprios gastos.

O euro não foi um fracasso porque os países participantes possuem estruturas distintas, mas sim porque ele permite uma redistribuição de renda em favor dos países cujos governos e sistemas bancários inflacionam a oferta monetária mais rapidamente do que os outros. Ao incorrerem em déficits orçamentários e emitirem títulos da dívida, os governos podem indiretamente criar dinheiro. Títulos da dívida de seus governos são comprados pelo sistema bancário. O BCE aceita estes títulos como colateral para conceder novos empréstimos aos bancos. Os governos, portanto, convertem títulos em dinheiro novo. Como consequência, países que possuem déficits orçamentários mais altos podem aumentar sua oferta monetária e com isso incorrer em déficits comerciais, comprando bens de nações exportadoras que mantêm orçamentos mais equilibrados.

O processo é muito semelhante a uma tragédia dos comuns. Um país se beneficiará do processo de redistribuição de renda caso inflacione mais rapidamente do que outros países — no caso, se ele incorrer em mais déficits orçamentários do que os outros países. Os incentivos criam uma corrida à impressora de dinheiro. O Pacto de Estabilidade e Crescimento tem se mostrado impotente para eliminar por completo esta corrida; o sistema do euro tende à autoimplosão.

Déficits orçamentários causam uma contínua perda de competitividade destes países deficitários. Países como a Grécia podem bancar um estado assistencialista e manter funcionários públicos e desempregados em um padrão de vida mais alto do que teria sido possível sem estes déficits. Os países deficitários, por estarem constantemente

expandindo sua oferta monetária, podem importar mais bens do que exportam, pagando esta diferença parcialmente com a emissão de novos títulos governamentais.

Antes da introdução do euro, estes países desvalorizavam suas moedas de tempos em tempos para readquirir competitividade. Agora, eles não mais têm de desvalorizar, pois os gastos governamentais resolvem sozinhos os problemas resultantes. O consumismo desenfreado possibilitado pela redução das taxas de juros e pelo aumento dos salários nominais incitados por sindicatos aumenta a desvantagem competitiva.

O sistema começou a apresentar sérios problemas quando a crise financeira acelerou os déficits orçamentários. A resultante crise da dívida soberana na Europa trouxe consigo uma maior centralização do poder. A Comissão Europeia assumiu um maior controle discricionário sobre os gastos dos governos e o BCE assumiu maiores poderes, como a compra direta de títulos dos governos.

A zona do euro já chegou àquela etapa que pode ser chamada de união de transferência de renda III. A união de transferência de renda I é a redistribuição de renda direta feita por meio de pagamentos monetários gerenciados por Bruxelas. A união de transferência de renda II é a redistribuição monetária canalizada por meio das operações do BCE. E a união de transferência de renda III implementa compras diretas de títulos governamentais de governos excessivamente endividados, bem como garantias de socorro a estes governos.

O que o futuro reserva para um sistema cujos incentivos o destinam à autodestruição?

1. O sistema entra em colapso. Um país pode decidir se retirar da UME por querer desvalorizar sua moeda e dar o calote em suas dívidas. O governo deste país pode simplesmente não estar disposto a reduzir seus gastos para permanecer na UME. Outros países podem impor sanções a um país deficitário ou parar de apoiá-lo.

Alternativamente, um governo mais sólido, como o da Alemanha, também pode decidir sair da UME e retornar ao marco alemão. Os superávits comerciais da Alemanha bem como uma política monetária menos inflacionista provavelmente levariam a uma apreciação do novo marco alemão. A apreciação permitiria importações, férias e investimentos estrangeiros mais baratos, aumentando o padrão de vida de sua população. O euro poderia perder credibilidade e se esfacelar. Embora esta opção seja possível, a vontade política — por ora — ainda é a de permanecer no projeto do euro.

2. O Pacto de Estabilidade e Crescimento é finamente aplicado. Medidas de austeridade e reformas estruturais em países deficitários levam a um crescimento econômico sustentável e eliminam os déficits. Um *haircut* único sobre os títulos da dívida dos países extremamente endividados podem reduzir o atual fardo da dívida sobre eles.[174] Penalidades severas e automáticas são instituídas caso o limite de 3% do

---

[174] Um calote (parcial) de um governo não iria necessariamente implicar sua saída da zona do euro. No entanto, um calote parcial poderia desencadear uma crise bancária europeia, bem como a venda de títulos de outros governos. Consequentemente, a elevação dos juros sobre os títulos destes outros governos iria muito provavelmente gerar também a queda destes governos. Dado que a situação pode ficar fora de controle, os governos vêm tentando impedir tal situação, evitando impor *haircuts*. Ademais, apenas um calote não seria suficiente para reduzir o déficit de maneira substancial em vários países. O pagamento de juros sobre a dívida equivale a apenas uma pequena parte dos déficits. (Desmond Lachman (2010, 31) escreve que “se, em 2009, a Grécia e a Irlanda houvessem exitosamente conseguido reduzir à metade sua

PIB para o déficit orçamentário seja infringido. As penalidades podem ser a suspensão dos direitos de votação no Conselho Europeu, a suspensão dos subsídios ou simplesmente multas diretas. Porém, há enormes incentivos para que políticos excedam continuamente o limite de 3%, o que torna este cenário altamente improvável. Os membros da UME ainda são nações soberanas, e a classe política pode não querer impor limites severos que venham apenas a diminuir seu poder. A questão que permanece sem resposta é: por que os países obedeceriam a um PEC reformado se eles não o fizeram no passado?

3. Incentivos para se ter déficits mais altos do que os de outros países levarão à intensificação da união de transferência de renda. Nações mais ricas pagam para cobrir os déficits das mais pobres, e o BCE monetiza as dívidas governamentais. Este fenômeno pode gerar protestos dos países mais ricos, fazendo com que eles, em última instância, decidam abandonar a união, como mencionado acima. Outro possível fim da união de transferência de renda é a hiperinflação gerada por uma corrida à impressora de dinheiro.

No início da atual crise, os governos pareciam estar tendendo mais para as opções dois e três. No entanto, os últimos eventos nos empurraram para mais perto da terceira opção. Qual cenário final prevalecerá fica a cargo da imaginação de cada um.

---

dívida pública por meio da reestruturação, ambas ainda assim estariam com déficits orçamentários acima dos 10% do PIB.") Se os governos querem contornar a necessidade de medidas de austeridade e reformas estruturais, eles terão de sair da zona do euro para poder inflacionar e, assim, acabar com os problemas criados pelos seus déficits. A desvalorização que tal medida geraria, é claro, iria imediatamente empobrecer a população destes países.

REFERÊNCIAS

Baader, Roland. 1993. *Die Euro-Katastrophe. Für Europas Vielfalt – gegen Brüssels Einfalt*. Böblingen: Anita Tykve.

Bagus, Philipp. 2003. "Deflation – When Austrians Become Interventionists." *Quarterly Journal of Austrian Economics* 6 (4) 2003: pp. 19-35.

Bagus, Philipp. 2004. "La tragedia de los bienes comunales y la escuela austriaca: Hardin, Hoppe, Huerta de Soto y Mises." *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política* 1 (2): pp. 125–134

Bagus, Philipp. 2006. "Five Common Errors about Deflation." *Procesos de Mercado: Revista Europea de Economía Política* 3 (1): pp. 105-23.

Bagus, Philipp. 2009a. "The Quality of Money." *Quarterly Journal of Austrian Economics* 12 (4): pp. 41–64.

Bagus, Philipp. 2009b. "The Fed's Dilemma." *Mises.org daily*, October 8, 2009, http://mises.org.

Bagus, Philipp. 2010. "Austrian Business Cylce Theory: Are 100 percent Reserves Sufficient to Prevent a Business Cycle" *Libertarian Papers*, 2 (2).

Bagus, Philipp and David Howden. 2009a. "The Federal Reserve and Eurosystem´s Balance Sheet Policies During the Subprime Crisis: A Comparative Analysis." *Romanian Economic and Business Review*, 4 (3): pp. 165-85.

Bagus, Philipp and David Howden. 2009b. "Qualitative Easing in Support of a Tumbling Financial System: A Look at the Eurosystem´s Recent Balance Sheet Policies." *Economic Affairs* 21 (4): pp. 283-300.

Bagus, Philipp and Markus Schiml. 2009. "New Modes of Monetary Policy: Qualitative Easing by the Fed." *Economic Affairs* 29 (2) 2009: pp. 46-49.

Bagus, Philipp and Markus Schiml. 2010. "A Cardiograph of the Dollar's Quality: Qualitative Easing and the Federal Reserve Balance Sheet During the Subprime Crisis." *Prague Economic Papers* 19 (3) 2010: pp. 195-217.

Bagus, Philipp. 2011. "The Tragedy of the Euro." *The Independent Review* 15, (4).

Balzli, Beat. 2010. "How Goldman Sachs Helped Greece to Mask its True Debt." *Spiegel online*, http://www.spiegel.de.

Bank for International Settlements. 2010. "International Banking and Financial Markets Development." *BIS Quarterly Report*. June 2010.

Bandulet, Bruno. 2010. *Die letzten Jahre des Euro. Ein Bericht über das Geld, das die Deutschen nicht wollten*. Rottenburg: Kopp Verlag.

Bayer, Tobias. 2010. "Hilfen für Hellas: Kehrtwende kratzt an Glaubwürdigkeit der EZB." *Financial Times Deutschland*, http://www.ftd.de.

Booker, Christophe and Richard North. 2005. *The Great Deception: Can the European Union Survive?* London: Continuum.

Browne, John. 2010. "Euro Fiasco Threatens the World." *Triblive*. July 18. http://www.pittsburghlive.com.

Buchanan, James and Gordon Tullock. 1962. *The Calculus of Consent. Logical Foundations of Constitutional Democracy*. Ann Arbor: University of Michigan Press.

Cash-online. 2010. "Forsa: Deutsche überwiegend gegen den Euro-Rettungsschirm." News from June 7. http://www.cash-online.de.

Cecchetti, Stephen G. and Róisín O´Sullivan. 2003. "The European Central Bank and the Federal Reserve." *Oxford Review of Economic Policy* 19 (1): pp. 30-43.

Center for Geoeconomic Studies. 2010. "Greek Debt Crisis – Apocalypse Later." *Council on Foreign Relations*. September 2. http://blogs.cfr.org.

Connolly, Bernard. 1995. *The Rotten Heart of Europe: The Dirty War for Europe´s Money*. London: Faber and Faber.

Cullen, Angela and Rainer Buergin. 2010. "Schaeuble Denied Twice by Merkel Defies Doctors in Saving Euro." *Bloomberg*, July 21. http://noir.bloomberg.com.

Das Weisse Pferd. 1998. "Die Risiken des Euro sind unübersehbar (1)." *Das Weisse Pferd – Urchristliche Zeitung für Gesellschaft, Religion, Politik und Wirtschaft*, August, 1998. http://www.das-weisse-pferd.com.

Davis, Bob. 2010. "Who's on the Hook for the Greek Bailout?" *The Wallstreet Online*, May 5. http://online.wsj.com.

Dutchnews.nl. 2010. "Dutch are Biggest EU Net Payers: PVV." January 14. http://www.dutchnews.nl.

ECB. 2008. *The Implementation of Monetary Policy in the Euro Area: General Documentation on Eurosystem Monetary Policy Instruments and Procedures*. November, 2008. Available at: http://www.ecb.int.

ECB. 2010. *Monthly Bulletin: June*. http://www.ecb.int.

Eigendorf, Jörg, Florian Hassel, Stefanie Bolzen, Jan Dams, Daniel Eckert, Florian Eder, Thomas Exner, Michael Fabricius, Martin Greive, Sebastian Jost, Tobias Kaiser, Christoph B. Schiltz, Andre Tauber, Gesche Wüpper and Holger Zschäpitz. 2010. "Chronologie des Scheiterns." *Welt.online*, May 16. http://www.welt.de.

Eichengreen, Barry. 1991. "Is Europe an Optimum Currency Area?" *NBER working paper series*, no. 3579. January.

Einecke, Helga and Martin Hesse. 2010. "Kurz vor der Apokalypse." *Süddeutsche Zeitung*, June 16. http://www.sueddeutsche.de.

Erhard, Ludwig (1962/88). "Planification – kein Modell für Europa," in: Karl Hohmann (ed.), *Ludwig Erhard. Gedanken aus fünf Jahrzehnten*, Düsseldorf: ECON, pp. 770-780.

Evans-Pritchard, Ambrose. 2010. "Axa Fears 'Fatal-flaw' Will Destroy Eurozone." *Telegraph.co.uk*. June 14. http://www.telegraph.co.uk.

FAZ, 13 April 1992.

FAZ, 1.6.1996.

Federal Reserve. 2005. "The Federal Reserve System: Purposes and Functions", 9th ed. http://www.federalreserve.gov.

Feldstein, Martin. 1997. "The Political Economy of the European Political and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability." *Journal of Economic Perspectives* 11 (24): pp. 23-42.

Foreman-Peck, James. 2004. "The UK and the Euro: Politics versus Economics in a Long-Run Perspective." In *The Price of the Euro*, Jonas Ljundberg, ed., pp. 97-120. New York: Palgrace MacMillan.

Gave, Charles. 2010. "Was the Demise of the USSR a Negative Event?" *Investorsinsight.com*, John Mauldin, ed. May 5. http://investorsinsight.com.

Ginsberg, Roy H. 2007. *Demystifying the European Union. The Enduring Logic of Regional Integration*. Plymouth, UK: Rowman & Littlefield.

GRReporter. 2010. "The Social Tourism of Bankrupt Greece," July 12. http://www.grreporter.info.

Granitsas, Alkman and Paris Costas. 2010. "Greek and German Media Tangle over Crisis." *The Wallstreet Journal*, February 24. http://online.wsj.com.

Hankel, Wilhelm, Wilhelm Nölling, Karl A. Schachtschneider and Jochaim Starbatty. 2001. *Die Euro-Illusion. Warum Europa scheitern muß.* Hamburg: Rowohlt.

Hannan, Daniel. 2010. "Germans! Stop Being Ripped Off!" *Telegraph.co.uk*. March 27. http://blogs.telegraph.co.uk.

Hannich, Günter. 2010. *Die kommende Euro-Katastrophe. Ein Finanzsystem vor dem Bankrott?* München: Finanzbuch Verlag.

Hardin, Garrett. 1968. "The Tragedy of the Commons." *Science*, New Series 162 (3859): pp. 1243–1248.

Hayek, Friedrich A. von. 1976. *Denationalisation of Money: An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies.* London: Institute of Economic Affairs.

Henkel, Hans-Olaf. 2010. *Rettet unser Geld! Deutschland wird ausverkauft – Wie der Euro-Betrug unseren Wohlstand gefährdet*. München: Heyne.

Higgs, Robert. 1987. *Crisis and Leviathan: Critical Episodes in the Growth of American Government*. Oxford: Oxford University Press.

Homburg, Stefan. 1997. "Hat die Währungsunion Auswirkungen auf die Finanzpolitik?", in Franz-Ulrich Willeke. Ed. *Die Zukunft der D-Mark. Eine Streitschrift zur Europäischen Währungsunion*. München: Olzog, pp. 93-108.

Hoeren, D. and O. Santen. 2010. "Griechenland-Pleite: Warum zahlen wir ihre Luxus-Renten mit Milliarden-Hilfe?" *bild-online.de* April 27. http://bild.de.

Hoppe, Hans-Hermann. 1990a. "Banking, Nation States, and International Politics: A Sociological Reconstruction of the Present Economic Order." *Review of Austrian Economics* 4 (1): pp. 55-87.

Hoppe, Hans-Hermann. 1990b. "Marxist and Austrian Class Analysis", *Journal of Libertarian Studies* 9 (2): pp. 79-93.

Hoppe, Hans-Hermann. 2001. *Democracy- The God that Failed*. Rutgers, N.J.:Transaction Publishers.

Hoppe, Hans-Hermann, Jörg Guido Hülsmann and Walter Block. 1998. "Against Fiduciary Media." *Quarterly Journal of Austrian Economics* 1 (1): pp. 19–50.

Hosking, Patrick. 2008. "France Seeks €300 bn. Rescue Fund for Europe." *Timesonline*. October 2. http://business.timesonline.co.uk.

Hülsmann, Guido. 1997. "Political Unification: A Generalized Progression Theorem." *Journal of Libertarian Studies* 13 (1): pp. 81-96.

Huerta de Soto, Jesús. 2005. "Por una Europa libre." In *Nuevos Estudios de Economía Política*, pp. 214-216.

Huerta de Soto, Jesús. [2006] 2009. *Money, Bank Credit and Economic Cycles*. 2nd Ed. Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute.

Hutchison, Michael M. and Kenneth M. Kletzer. 1995. "Fiscal Convergence Criteria, Factor Mobility, and Credibility in Transition to Monetary Union in Europe." In *Monetary and Fiscal Policy in an Integrated Europe*, Barry Eichengreen, Jeffry Frieden and Jürgen von Hagen,eds. Berlin, Heidelberg: Springer.

Illmer, Andreas. 2010. "Merkel Rules Out German Bailout for Greece." *Deutsche Welle*. March 1. http://www.dw-world.de.

Irish Independent. 1959. “Catholicism Growing Strong in Europe,” *Irish Independent*, October 28th, 1959.

Jones, Marc. 2010. "EU Will Accept Even Junk-rated Greek Bonds." *Reuters*. May 3. http://in.reuters.com.

Jonung, Lars and Eoin Drea. 2010. "It Can´t Happen, It´s a Bad Idea, It Won´t Last: U.S. Economist on the EMU and the Euro, 1989-2002." *Econ Journal Watch* (7) 1: pp. 4-52.

Judt, Tony. 2010. *Postwar. A History of Europe since 1945*. London: Vintage.

Klamer, Arjen. 2004. "Borders Matter: Why the Euro is a Mistake and Why it will Fail." In *The Price of the Euro*, Jonas Ljundberg, ed., pp. 29-44. New York: Palgrace MacMillan.

Lachman, Desmond. 2010. *Can the Euro Survive?* Legatum Institute.

Larsson, Hans Albin. 2004. "National Policy in Disguise: A Historical Interpretation of the EMU." In *The Price of the Euro*, Jonas Ljundberg, ed., pp. 143-170. New York: Palgrace MacMillan.

Liddington-Cox, Alexander. 2011. "THE DAILY CHART: Portugal´s Austerity Impasse,“ *BusinessSpectator,* March 23. http://www.businessspectator.com.au

Lindsay, Robert. 2010. "ECB in U-turn on Junk Bonds to Save Greek Banking System." *Times Online*. May 4. http://business.timesonline.co.uk.

Ljundberg, Jonas. 2004. "Introduction." In *The Price of the Euro*, Jonas Ljundberg, ed., pp. 1-28. New York: Palgrace MacMillan.

Löffler, Kerstin. 2010. "Paris und London öffnen ihre Archive." *Ntv.de*. November 6. http://n-tv.de.

Maes, Ivo, J. Smets and J. Michielsen. 2004. "EMU from a Historical Perspective." In Maes, Ivo. *Economic Thought and the Making of European Monetary Union*. Selected Essays by Ivo Maes, pp. 131-191. Cheltenham, UK: Edgar Elgar. Published, in Dutch, as „De EMU: De Uitdagin", Ooghe H., et al. (eds.), Samson, pp. 37-99. An abridged draft was published as "EMU from an Historical Perspective." In *The Economic and Business Consequences of the EMU. A Challenge for Governments, Financial Institutions and Firms* , Ooghe H., F. Heylen, R. Vander Vennet and J. Vermaut (eds.), pp. 53-92. Boston: Kluwer Academic Publishers.

Marsh, David. 2009. *Der Euro – Die geheime Geschichte der neuen Weltwährung*, Friedrich Griese, trans. Hamburg: Murmann.

Meyer, Fritjof. 1999. "Ein Marshall auf einem Sessel." *Der Spiegel* 40: p. 99. http://www.spiegel.de.

Mik. 2010. “Mitterrand forderte Euro als Gegenleistung für die Einheit. Spiegel online. http://www.spiegel.de.

Mises, Ludwig von. 1944. *Omnipotent Government*: *The Rise of the Total State and Total War*. New Haven: Yale University Press. http://mises.org.

Mises, Ludwig von. 1998. *Human Action*. Scholar´s Edition. Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute.

Mises, Ludwig von. 2004. *Interventionism: An Economic Analysis*. Online Edition: Ludwig von Mises Institute. http://mises.org.

Nawratil, Heinz. 2008. *Der Kult mit der Schuld. Geschichte im Unterbewußtsein*. 2nd ed. München: Universitas.

Nazareth, Rita and Gavin Serkin. 2010. "Stocks, Commodities, Greek Bonds Rally on European Loan Package." *Bloomberg*. May 10. http://noir.bloomberg.com.

Neuger, James. 2010. "Euro Breakup Talk Increases as Germany Loses Proxy." *Bloomberg*. May 14. http://www.bloomberg.com.

Ohr, Renate. 2004. "The Euro in its Fifth Year: Expectations Fulfilled?" In *The Price of the Euro,* Jonas Ljundberg, ed., pp. 59-70. New York: Palgrace MacMillan.

Padoa-Schioppa, Tommaso. 2004. *The Euro and its Central Bank*. Cambridge: MIT Press.

Petrakis, Maria and Meera Louis. 2010. "EU Backs Greek Deficit Plan. Papandreou Offers Cuts." *Bloomberg*. February 3. http://noir.bloomberg.com.

Raico, Ralph. 2010. "The Blockade and Attempted Starvation of Germany." Mises.org daily article. May 7th [Vincent, C. Paul. 1985. *The Politics of Hunger: Allied Blockade of Germany, 1915-1919*. Athens, OH: Ohio University Press. This review was first published in the *Review of Austrian Economics* 3, no. 1.]. http://mises.org.

Rallo, Juan Ramón 2011a. “Portugal: Una decada (mal)viviendo del crédito barato,” *juanramonrallo.com,* March 23. http://www.juanramonrallo.com.

Rallo, Juan Ramón. 2011b. “España sí es Portugal, “ *juanramonrallo.com,* March 29. http://www.juanramonrallo.com

Reuter, Wolfgang. 2010. "German Central Bankers Suspect French Intrigue." *Spiegel.online*. May 31. http://www.spiegel.de.

Rothbard, Murray. 1995. *Wall Street, Banks, and American Foreign Policy*. Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute.

Rothbard, Murray. 2000. "Schöne neue Zeichengeldwelt." In *Das Schein-Geld-System, Wie der Staat unser Geld zerstört*, Guido Hülsmann, trans. Gräfelfing: Resch.

Samuelson, Robert. 2010. “Greece and the Welfare State in Ruins.” *Real Clear Politics*. February 22. http://www.realclearpolitics.com.

Savage, James D. 2005. *Making the EMU. The Politics of Budgetary Surveillance and the Enforcement of Maastricht*. Oxford: Oxford University Press.

Schäffler, Frank. 2011. „Europäischer Stabilitätsmechanismus (ESM).“ *Schriftliche Erklärung*. www.frank-schaeffler.de

Schrenk-Notzing, Caspar von. 2005. *Charakterwäsche. Die Re-education der Deutschen und ihre bleibenden Auswirkungen*. 2nd. ed. Graz: Ares Verlag.

Selgin, George A. and Lawrence H. White. 1996. "In Defense of Fiduciary Media, or We are Not (Devo)lutionists, We are Misesians!" *Review of Austrian Economics* 9 (2): pp. 92–93.

Selgin, George A. and Lawrence H. White. 1999. "A Fiscal Theory of Government's Role in Money." *Economic Inquiry* 37: pp. 154–165.

Sennholz, Hans. 1955. *How Can Europe Survive*. New York: D. Van Nostrand Company.

Sennholz, Hans. 1985. *Money and Freedom*. Spring Mills, Pa.: Libertarian Press.

Sinn, Hans-Werner and Holger Feist. 1997. "Eurowinners and Eurolosers: The Distribution of Seignorage Wealth in the EU." *European Journal of Political Economy* 13: pp. 665-689.

Shortnews.de. 2010. "Umfrage: Mehr als die Hälfte der Deutschen wollen die DM zurück haben." News from June 29. http://shortnews.de.

Spiegel.online. 2010."Deutschland weist Bericht über Sarcozy-Ausraster zurück." *Spiegel.online*. May 14. http://www.spiegel.de.

Starbatty, Joachim. 2005. "Anmerkungen zum Woher und Wohin der Europäischen Union." *Tübinger Diskussionsbeitrag* no. 292. February.

Starbatty, Joachim. 2006. "Sieben Jahre Währungsunion: Erwartungen und Realität." *Tübinger Diskussionsbeitrag* no. 208. November.

Tagesschau. 2010. "Müss Deutschland noch mehr zahlen?" *Tagesschau*. May 6. http://www.tagesschau.de.

Tarullo, Daniel K. 2010. “International Response to European Debt Problems.” Testimony Before the Subcommittee on International Monetary Policy and Trade and Subcommittee on Domestic Monetary Policy and Technology, Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Washington, D.C. May 20, 2010. http://www.federalreserve.gov.

Telebörse.de. 2010. "EZB öffnet Büchse der Pandora." *Dossier*. May 10. http://www.teleboerse.de.

Teltschik, Horst. 1991. *329 Tage: Innenansichten der Einigung*. Berlin: Siedler.

Thesing, Gabi and Flaiva Krause-Jackson. 2010. "Greece gets $146 Billion Rescue in EU, IMF Package." *Bloomberg*. May 3. http://noir.bloomberg.com.

Tweed, David and Simone Meier. 2010. "Trichet Indicates ECB Bond Purchases Not Unanimous." *Bloomberg*. May 10. http://noir.bloomberg.com.

Ulrich, Angela. 2010. "Ein gutes Geschäft für Frankreich." *Tagesschau.de*. April 30. http://www.tagesschau.de.

Vaubel, Roland. 1994. "The Political Economy of Centralization and the European Community." *Public Choice* 81 (1-2): pp. 151-190.

Vaubel, Roland. 2004. "A Critical Analysis of EMU and of Sweden Joining It." In *The Price of the Euro*, Jonas Ljundberg, ed., pp. 87-96. New York: Palgrace MacMillan.

Vaubel, Roland. 2005. "The Role of Competition in the Rise of Baroque and Renaissance Music." *Journal of Cultural Economics* 25: pp. 277-297.

Vaubel, Roland. 2010. "The Euro and the German Veto." *Econ Journal Watch* (7) 1: pp. 82-90.

Vaubel, Roland. 2011. "Eine andere Interpretation des Weber-Rücktritts." WirtschaftlicheFreiheit.de. February 15 15. http://wirtschaftlichefreiheit.de/wordpress/

White, Lawrence. 1995. "The Federal Reserve System´s Influence on Research in Monetary Economics." *Econon Journal Watch* 2 (2): pp. 325-354.

Wohlgemuth, Michael. 2008.,"Europäische Ordnungspolitik, Anmerkungen aus ordnungs-und konstitutionenökonomischer Sicht. " *ORDO: Jahrbuch für Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft*, 59, pp. 381-40.